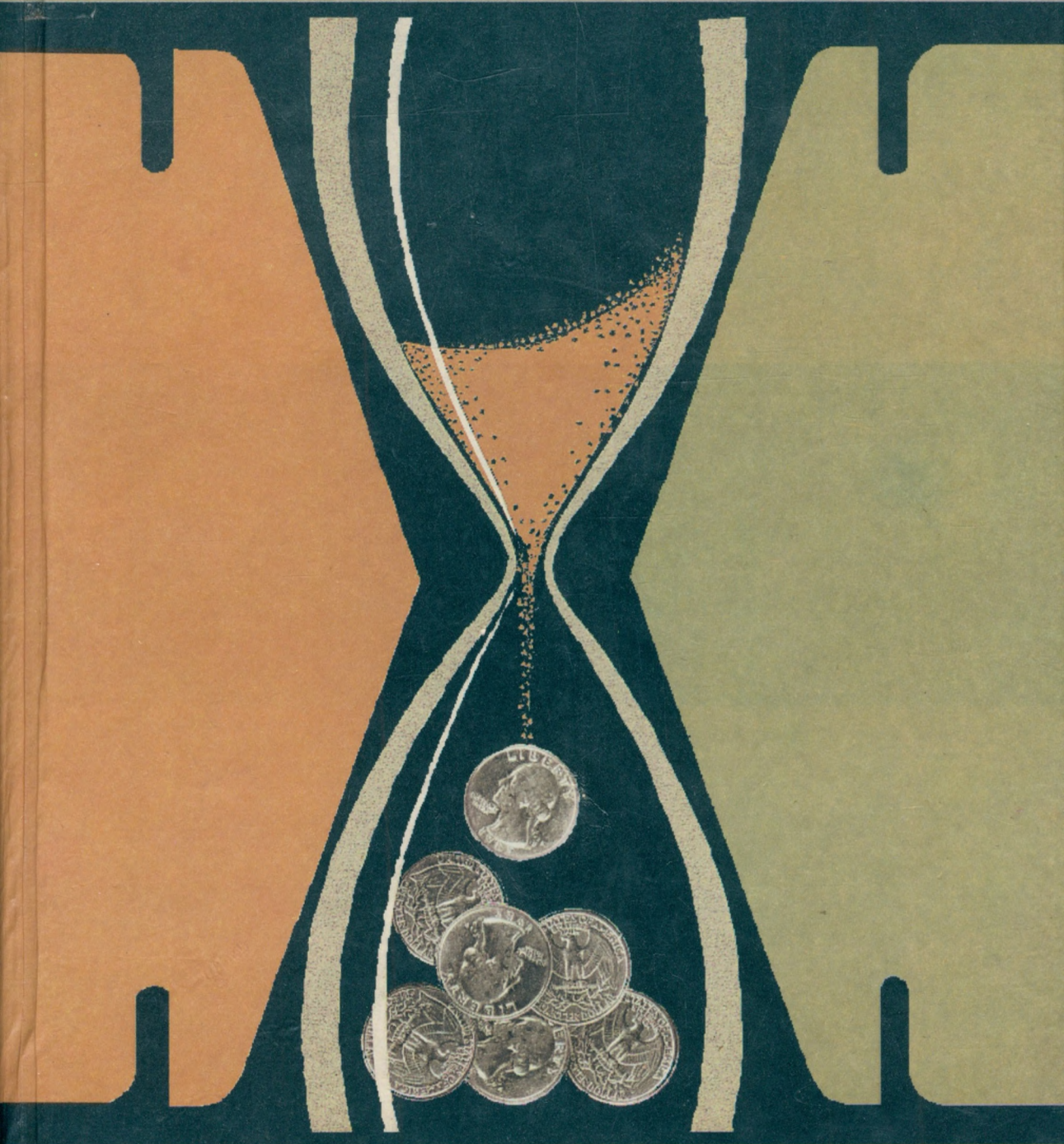
PINIGAI, BANKAI IR EKONOMIKA



THOMAS MAYER, JAMES S. DUESENBERRY, ROBERT Z. ALIBER

Dažniausiai vartojami simboliai

A	apyvartos greitis	V	velocity
E	eksportas	X	exports
g	grynųjų pinigų (valiutos) dalis	*k*	currenycy ratio
I	indėliai	D	deposits
I	investicijos	I	investment
i	infliacija	p	inflation rate
Y	realiosios pajamos	Y	real income
Y'	asmeninės grynosios pajamos	Y'	personal disposable income
YK	nominaliosios pajamos	YP	nominal income
K	kainų lygis	P	price level
k	Kembridžo lygties koeficientas	k	Cambridge k, ratio of money holdings to income
K_A	prekės A kaina	P_A	price of Item A
L	turto likvidumo mastas	L	measure of liquidity of wealth
l	darbo našumo didėjimo lygis	q	rate of productivity increase
M	mokesčiai	T	taxes
N	nedarbas	u	unemployment rate
n	nominalioji palūkanų norma	r	nominal interest rate
n^p	pomokestinė palūkanų norma	r^{at}	real after-tax interest rate
n^r	realioji palūkanų norma	r^r	real interest rate
P	pinigai	M	money
p	perteklinių rezervų dalis	e	excess reserve ratio
P_A	prekės A paklausa	D_A	demand for Item A
P_P	pinigų paklausa	M_D	demand for money
P_S	pinigų pasiūla	M_S	supply of money
R	rezervai	R	reserves
rn	privalomųjų rezervų norma čekiniams indėliams	rr	reserve requirements on checkable deposits
rn_t	privalomųjų rezervų norma terminuotiesiems indėliams	rr_t	reserve requirements on time deposits
T	turtas	W	wealth
u	darbo užmokesčio didėjimas	w	rate of wage increases
V	vartojimas	C	consumption
v	ribinis polinkis vartoti	c	marginal propensity to consume
V_i	vyriausybės išlaidos	G	government expenditures
Z	polinkiai	Z	tastes

T. Mayer,
J. S. Duesenberry, R. Z. Aliber

Pinigai, bankai ir ekonomika

alma littera
VILNIUS 1995

UDK 336.7
Ma 201

Versta iš: Thomas Mayer, James S. Duesenberry, Robert Z. Aliber. *Money, Banking, and the Economy.* Fourth Edition. New York: W. W. Norton, 1990.
Leidžiama suderinus su W. W. Norton & Company, Inc.

Knygos išleidimą parėmė
ATVIROS LIETUVOS FONDAS

Iš anglų kalbos vertė

Jonas Čičinskas,
Zina Gaidienė,
Jolanta Juozapavičiūtė,
Arūnas Ribokas

Vertimo specialioji mokslinė redaktorė

Dalia Treigienė

Vertimo redaktoriai

Emilija Dagytė,
Feliksas Jukna

Copyright © 1990, 1987, 1984, 1981 by W. W. Norton & Company, Inc.
Translation Copyright © 1994 by Atviros Lietuvos fondas
Translation into the Lithuanian language of Thomas Mayer, James S. Duesenberry, Robert Z. Aliber, *Money, Banking, and the Economy.* Fourth Edition (New York: W. W. Norton, 1990). This Edition published by arrangement with W. W. Norton & Company, Inc.

ISBN 9986-02-045-X

Turinys

LIETUVIŠKOJO LEIDIMO PRATARMĖ 9

ANGLIŠKOJO LEIDIMO PRATARMĖ 11

I dalis: FINANSŲ STRUKTŪRA 15

1 skyrius: PINIGAI 17

PINIGŲ SISTEMOS REIKŠMĖ 17 KNYGOS SCHEMA 18 KAS YRA PINIGAI? 18 PINIGŲ PASIŪLOS MATAVIMAS 25 PINIGŲ FORMOS 25 VISUOMENĖ, NETURINTI GRYNŲJŲ PINIGŲ 27 PINIGAI, KVAZIPINIGAI IR LIKVIDUMAS 28

2 skyrius: AKCIJOS, OBLIGACIJOS IR FINANSŲ ĮSTAIGOS 32

FINANSŲ SISTEMA 32 AKCIJOS AR SKOLOS? 34 KAS SIŪLO, KAS PAGEIDAUJA ĮSIGYTI 37 LĖŠŲ PASIŪLA 37 PAKLAUSOS SUBJEKTAI 43 FINANSŲ RINKOS IR FINANSŲ PASLAUGOS 48 VYRIAUSYBINIS FINANSŲ RINKŲ REGULIAVIMAS 61

3 skyrius: TURTO RINKOS 67

JAV NACIONALINIS BALANSAS 68 TURTO RINKŲ RŪŠYS 71 BANKO INDĖLIŲ RINKA 72 UŽSIENIO VALIUTOS RINKA 73 JAV VYRIAUSYBĖS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKA 74 VALSTIJŲ IR VIETINĖS VALDŽIOS OBLIGACIJOS 76 KORPORACIJŲ LEIDŽIAMŲ OBLIGACIJŲ RINKA 77 KORPORACIJŲ AKCIJŲ RINKA 78 HIPOTEKOS IR VARTOJIMO KREDITŲ RINKOS 79

4 skyrius: PALŪKANŲ NORMŲ STRUKTŪRA 82

PALŪKANŲ NORMOS APSKAIČIAVIMAS 82 DABARTINIŲ IR BŪSIMŲJŲ VERČIŲ APSKAIČIAVIMAS 83 PALŪKANŲ NORMŲ SKIRTUMAI 86

5 skyrius: INDĖLIŲ ĮSTAIGOS 100

BANKININKYSTĖS ISTORIJOS APŽVALGA 100 REGISTRACIJA, TIKRINIMAS IR FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS NARIAI 104 BANKO KAPITALAS 107 INDĖLIŲ DRAUDIMAS 109 FIDK IR BANKŲ BANKROTAI 110 ČEKIŲ KLIRINGAS 115 KORESPONDENTINĖ BANKININKYSTĖ 116 HOLDINGO BENDROVĖS 117 KONCENTRACIJA BANKININKYSTĖJE 117 FILIALAI 119 SOCIALINIS BANKO PASKOLŲ REGULIAVIMAS 119 TAUPYMO IR PASKOLŲ ASOCIACIJOS 120 TAUPOMIEJI BANKAI 129 KREDITO SĄJUNGOS 130

6 skyrius: INDĖLIŲ ĮSTAIGŲ VIDAUS ORGANIZACIJA 134

BANKO BALANSAS 134 BANKO PASYVAI 135 BANKO AKTYVAI 138 AKTYVŲ IR PASYVŲ VALDYMAS 150 BANKININKYSTĖS VEIKLOS KEITIMAS 152 TAUPOMOSIOS ĮSTAIGOS BALANSAS 155

7 skyrius: TARPTAUTINĖ BANKININKYSTĖ IR NACIONALINĖ PINIGŲ POLITIKA 158

KOMERCINĖS BANKININKYSTĖS INTERNACIONALIZAVIMAS 159 TARPTAUTINĖS BANKININKYSTĖS REGULIAVIMAS IR KONKURENCIJA 163 UŽSIENINĖS BANKININKYSTĖS STIPRĖJIMAS 165 VIETINIŲ IR UŽSIENINIŲ BANKŲ PALŪKANŲ NORMOS 166

8 skyrius: CENTRINIO BANKO VEIKLA 173

CENTRINIS BANKAS. BENDRIEJI BRUOŽAI 173 OFICIALI FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS STRUKTŪRA 176 NEOFICIALI FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS STRUKTŪRA 182 FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS FINANSAI 185 FEDERALINIŲ REZERVŲ NEPRIKLAUSOMYBĖ 186 NEPRIKLAUSOMYBĖ: UŽ IR PRIEŠ 189

9 skyrius: KAI KURIE KITI STRUKTŪROS KLAUSIMAI 195

SILPNOS EKONOMIKOS ŠALIŲ SKOLOS 196 INDĖLIŲ DRAUDIMAS IR PASKATA PER DAUG RIZIKUOTI 200 BANKININKYSTĖS ATSKYRIMAS NUO KITŲ VERSLO SRIČIŲ 209 KORPORACIJŲ SKOLOS DIDĖJIMAS 211 REGULIAVIMO STRUKTŪRA 213

II dalis: PINIGŲ PASIŪLA 217

10 skyrius: PINIGŲ KIEKIO SKAIČIAVIMAS 219

APRIORINIS IR EMPIRINIS PINIGŲ APIBRĖŽIMAS 219 PAGRINDINIAI PINIGŲ KIEKIO RODIKLIAI 221 KITI APIBRĖŽIMAI 223 PINIGŲ PAKAITALAI 224 PINIGŲ KIEKIO SKAIČIAVIMAS SVERTINIO VIDURKIO BŪDU 225 PINIGŲ KIEKIO RODIKLIŲ TOBULINIMAS 226 AR PATIKIMI DUOMENYS? 226

11 skyrius: PINIGŲ KŪRIMAS 231

GRYNŲJŲ PINIGŲ KŪRIMAS 231 KARTOTINIS INDĖLIŲ KŪRIMAS 232 KARTOTINIS INDĖLIŲ MAŽĖJIMAS 237 INDĖLIŲ KŪRIMO PINIGŲ NUOTĖKIAI 239 NUO MULTIPLIKATORIAUS PRIE INDĖLIŲ APIMTIES: DAUGINAMASIS 241 PINIGŲ PASIŪLOS TEORIJA 243

12 skyrius: BANKŲ REZERVAI IR JŲ MATAI 248

FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS VEIKSMAI IR REZERVAI 249 KAIP FRS KONTROLIUOJA REZERVUS 250 REZERVŲ APSKAIČIAVIMO BŪDAI IR BAZĖ 251 KAIP SVARBU SKIRTI ĮVAIRIUS REZERVŲ MATUS 252 REZERVŲ BAZĖ, PINIGŲ MULTIPLIKATORIUS IR PINIGŲ KIEKIS 254 PRIEDAS: RINKOS VEIKSNIAI, KEIČIANTYS REZERVUS 256

III dalis: PINIGAI, NACIONALINĖS PAJAMOS IR KAINŲ LYGIS 261

13 skyrius: VISUMINĖS PAKLAUSOS VEIKSNIAI 263

KĄ NAGRINĖSIME III DALYJE? 263 KIEKYBINĖS TEORIJOS LYGTYS 265 KIEKYBINĖ PINIGŲ TEORIJA. APŽVALGA 268 PAJAMŲ IR IŠLAIDŲ TEORIJA. PAGRINDINĖS IDĖJOS 270 INVESTICIJOS 276 INVESTICIJŲ IR VARTOJIMO SĄVEIKA. INVESTICIJŲ MULTIPLIKATORIUS 283 VYRIAUSYBĖS IŠLAIDOS, MOKESČIAI IR EKSPORTAS 284 PAJAMŲ STABILUMAS 285 PAJAMŲ IR IŠLAIDŲ TEORIJA BEI KIEKYBINĖ TEORIJA 286

14 skyrius: VISUMINĖ PAKLAUSA IR PALŪKANŲ NORMA 290

PALŪKANŲ NORMOS SVARBA 290 PIRMASIS ATVEJIS: PAPRASTOJI EKONOMIKA 291 ANTRASIS ATVEJIS: TVIRTŲ KAINŲ EKONOMIKA IR KINTANTI PINIGŲ PASIŪLA BEI PAKLAUSA 292 TREČIASIS ATVEJIS: LANKSČIŲ KAINŲ EKONOMIKA 301 KETVIRTASIS ATVEJIS: NELANKSČIŲ KAINŲ EKONOMIKA 308 PENKTASIS ATVEJIS: EKONOMIKA IR JOS SANTYKIS SU PAJAMŲ MOKESČIAIS IR INFLIACIJA 309 EKONOMIKOS POLITIKOS ATGARSIAI: FRS IR DIDELĖ PALŪKANŲ NORMA 311

15 skyrius: VISUMINĖ PAKLAUSA IR PINIGŲ PAKLAUSA 314

PAPRASTAS PASAKOJIMAS 314 SANDĖRIAMS LAIKOMŲ PINIGŲ PAKLAUSA 316 APSIDRAUDIMUI LAIKOMŲ PINIGŲ PAKLAUSA 317 SPEKULIACINĖ PINIGŲ PAKLAUSA IR LIKVIDUMO SPĄSTAI 320 TAUPYMUI LAIKOMŲ PINIGŲ PAKLAUSA 321 PINIGŲ PAKLAUSOS FUNKCIJA 321 PINIGŲ PAKLAUSOS STATISTINĖS FUNKCIJOS 323 PINIGŲ APYVARTOS GREIČIO KAITA 326 PRIEDAS: SANDĖRIAMS LAIKOMŲ PINIGŲ PAKLAUSOS MODELIS 329

16 skyrius: VISUMINĖ PAKLAUSA: VISAS MODELIS 331

DERINANT ELEMENTUS 331 IŽDO IR PINIGŲ POLITIKA PAGAL IS IR LP SCHEMĄ 340 IS IR LP MODELIO KRITIKA 345

17 skyrius: INFLIACIJA IR NEDARBAS 348

INFLIACIJA: APIBRĖŽIMAS IR TIPAI 348 NEDARBAS 351 FILIPSO KREIVĖ, KAI TIKIMASI NEKINTAMŲ KAINŲ 352 INFLIACIJOS NESPARTINANTIS NEDARBO LYGIS 355 INFLIACIJOS PRIEŽASTYS 356 KAINŲ KILIMAS IR INFLIACIJA: PASIŪLOS ŠOKAI 358 KAINŲ KILIMAS IR INFLIACIJA: PAKLAUSOS ASPEKTAS 360 KOVA SU INFLIACIJA 361 INDEKSAVIMAS: GERAI AR BLOGAI 363 NEDARBO PRIEŽASTYS 363

18 skyrius: KIEKYBINĖ TEORIJA IR MONETARIZMAS 367

KIEKYBINĖS TEORIJOS RAIDA 367 KELETAS MONETARISTŲ PASIŪLYMŲ 374 STABILUMO KLAUSIMAS 375 BANDYMAS DERINTI MONETARISTŲ IR KEINSISTŲ TEORIJAS 378 A PRIEDAS: REALIOJO LIKUČIO REIŠKINYS 382 B PRIEDAS: BRUNERIO IR MELCERIO MODELIS 386

19 skyrius: KITOS KRYPTYS: NAUJOJI KLASIKINĖ, REALIŲJŲ EKONOMIKOS CIKLŲ IR POSTKEINSISTINĖ 389

NAUJOJI KLASIKINĖ TEORIJA 389 REALIEJI EKONOMIKOS CIKLAI 395 POSTKEINSISTINĖ TEORIJA 399 PRIEDAS: KEINSAS APIE NETIKRUMĄ 406

IV dalis: PINIGŲ POLITIKA 409

20 skyrius: PINIGŲ POLITIKOS TIKSLAI IR JŲ ĮGYVENDINIMĄ VARŽANTYS PAVOJAI 411

TIKSLAI 411 PAVOJAI 415 KONFLIKTAI TARP TIKSLŲ 419 KĄ FRS TURĖTŲ DARYTI? 420 KĄ FRS DARO? 421

21 skyrius: PINIGŲ POLITIKOS PRIEMONĖS 426

OPERACIJOS ATVIROJOJE RINKOJE 426 DISKONTO MECHANIZMAS 429 DISKONTO NORMA 432 PRIVALOMŲJŲ REZERVŲ POKYČIAI 434 PASIRINKTINĖS PRIEMONĖS 434 ĮKALBINĖJIMAS, MORALINIS SPAUDIMAS 436 VIEŠUMAS IR INFORMACIJA 437

22 skyrius: UŽDUOTYS IR SVERTAI 440

TARP PRIEMONIŲ IR TIKSLŲ: UŽDUOTYS IR SVERTAI 440 BNP PLANAVIMO UŽDUOTIS 442 VIENA UŽDUOTIS IR VIENAS SVERTAS 446 UŽDUOTYS 446 SVERTAI 456 KOKIAS UŽDUOTIS IR SVERTUS RINKOSI FRS 462 PRIEDAS: 1989 M. GEGUŽĖS 16 D. SUSIRINKIMAS 468

23 skyrius: PINIGŲ POLITIKOS POVEIKIS EKONOMIKAI 470

PERDAVIMO PROCESAS 470 PINIGŲ POLITIKOS POVEIKIS TARPTAUTINEI PREKYBAI 473 RACIONALUSIS NUMATYMAS 475 EKONOMETRINIS MODELIS 476 REGULIAVIMO SUSILPNĖJIMAS, NAUJI FINANSINIAI SVERTAI IR PINIGŲ POLITIKA 478 PINIGŲ POLITIKOS POVEIKIO PASKIRSTYMAS ĮVAIRIOMS ŪKIO ŠAKOMS 478 PRIEDAS: VIENA IŠ PROBLEMŲ — LANKSTI PINIGŲ PALŪKANŲ NORMA 481

24 skyrius: AR ANTICIKLINĖ PINIGŲ POLITIKA GALI BŪTI SĖKMINGA? 483

POVEIKIO VĖLAVIMO PROBLEMA 483 RACIONALUSIS NUMATYMAS IR RINKOS KLIRINGAS 491 POLITINĖS IR ADMINISTRACINĖS PROBLEMOS 494 IŠVADOS 500

25 skyrius: PINIGŲ POLITIKOS CHARAKTERISTIKA 503

PIRMIEJI METAI 503 DIDŽIOJI DEPRESIJA 504 FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS POLITIKA 507 KARO METŲ FINANSAI IR DIRBTINAI NUSTATOMA PALŪKANŲ NORMA 512 DIDŽIOJI INFLIACIJA 514 1981–1982 M. NUOSMUKIS 518

26 skyrius: KITI PINIGŲ STANDARTAI 525

PINIGŲ KIEKIO STABILAUS DIDĖJIMO TAISYKLĖ IR KITOS MONETARISTŲ REKOMENDACIJOS 525 KITI MONETARISTINĖS POLITIKOS BRUOŽAI 530

V dalis: TARPTAUTINĖ PINIGŲ SISTEMA 537

27 skyrius: TARPTAUTINĖS PINIGŲ SISTEMOS RAIDA 539

AUKSO STANDARTAS 540 AUKSO DEVIZŲ STANDARTAS 545 BRETONO VUDSO SISTEMA 547

28 skyrius: VALIUTŲ KURSAI IR MOKĖJIMŲ BALANSAS 554

MAINAI TARP VALIUTŲ REGIONŲ 554 PREKYBA UŽSIENIO VALIUTOMIS 556 KAIP ORGANIZUOJAMA VALIUTŲ KEITIMO RINKA 557 RYŠYS TARP NEDELSIAMOJO IR IŠANKSTINIO VALIUTOS KEITIMO KURSŲ 559 IŠANKSTINIO VALIUTŲ KEITIMO KURSAI KAIP BŪSIMŲJŲ NEDELSIAMOJO KEITIMO KURSŲ PROGNOZĖ 563 KEITIMO KURSŲ LYGIS 564 VALIUTŲ KURSŲ SVYRAVIMO ANALIZĖ 567 KAIP CENTRINIS BANKAS KIŠASI Į VALIUTŲ KEITIMO RINKĄ 569 NACIONALINIŲ PINIGŲ RINKŲ ATSKIRUMAS 571 MOKĖJIMŲ BALANSO SĄSKAITOS 573

29 skyrius: TARPTAUTINĖS PINIGŲ SISTEMOS TOLESNĖS RAIDOS KRYPTYS 580

8 IR 9 DEŠIMTMEČIŲ TARPTAUTINĖS PINIGŲ SISTEMOS RAIDA 581 OPTIMALIOS VALIUTŲ TERITORIJOS IR PINIGŲ SĄJUNGOS 582 SVYRUOJANTYS AR SUSIETI VALIUTŲ KURSAI 585 REZERVŲ AKTYVŲ SISTEMA 589 TARPTAUTINĖS PINIGŲ SISTEMOS INSTITUCIJŲ VAIDMUO 593 EINANT Į NAUJĄ TARPTAUTINĘ PINIGŲ SISTEMĄ 594

DALYKŲ IR VARDŲ RODYKLĖ 599

ANGLIŠKŲ TERMINŲ ŽODYNĖLIS 629

Lietuviškojo leidimo pratarmė

Knyga „Pinigai, bankai ir ekonomika“ – tai pirmiausia vadovėlis studijuojantiems finansus, bankininkystę ir kitas ekonomikos disciplinas. Šis vadovėlis labai populiarus ne tik JAV, jį gerai pažįsta, juo naudojasi daugelio šalių studentai ir specialistai.

Pradedantysis skaitytojas turėtų būti labai nuoseklus, nes skyrius po skyriaus nagrinėjami vis sudėtingesni dalykai. Užbaigus kiekvieną knygos skyrių, naudinga dar šiek tiek laiko skirti išnagrinėtai medžiagai pakartoti, atidžiai perskaitant skyrių apibendrinančią santrauką. Atsakydami į pateiktus klausimus ir įsigilindami į užduotis, lengvai patikrinsite ir įtvirtinsite savo naujai įgytas žinias.

Knyga pradedama svarbiausių finansų sistemos kategorijų aiškinimu. Iš pradžių nagrinėjama, kas yra pinigai, kokios jų funkcijos, kuo grynieji pinigai skiriasi nuo kvazipinigių ir kas jiems bendra. Toliau aptariama institucinė finansų sistemos struktūra.Čia pateikiama daug bendro pobūdžio teorinių žinių, bet kadangi knygos autoriai yra amerikiečiai, jie neišvengiamai remiasi praktiniais JAV finansų sistemos pavyzdžiais. Taigi platus JAV federalinės rezervų sistemos aptarimas neturėtų šokiruoti lietuviškojo knygos vertimo skaitytojų

Daugelį skaitytojų turėtų sudominti JAV ir kitų šalių bankų sistemos raidos pavyzdžiai, kartais turintys labai daug bendra su dabartinės Lietuvos bankininkystės padėtimi. Pradiniam bankininkystės kūrimosi etapui turbūt visuomet būdinga spartus palyginti smulkių bankų bei kitų indėlius priimančių ir paskolas teikiančių įstaigų kūrimasis. Vėliau daugelis iš jų, pernelyg rizikuodamos ar nepajėgdamos atlaikyti konkurencijos, žlunga arba yra prisijungiamos stipresniųjų. Be to, kad ir kokia tobula būtų draudimo sistema, investitorius visuomet rizikuoja, ir ši investavimo rizika tuo didesnė, kuo siūlomos palūkanos — pinigų skolinimosi kaina — yra aukštesnės, palyginti su tuo metu vyraujančiomis vidutinėmis rinkos palūkanomis.

Daugumoje šalių, tarp jų ir Lietuvoje, pinigų politiką kuria ir realizuoja vienas centrinis bankas. JAV federalinę rezervų sistemą sudaro dvylika palyginti savarankiškų federalinių rezervų bankų, kurių kiekvienas vykdo pinigų emisijos, komercinės bankininkystės priežiūros ir kitas centrinio banko funkcijas. Tačiau bendrąsias JAV pinigų politikos kryptis ir pagrindinius tikslus nustato Federalinės rezervų sistemos Valdytojų taryba. Taigi JAV federalinė rezervų sistema yra panaši į finansų sistemas su vienu centriniu banku.

Paprastai pagrindiniai centrinio banko pinigų politikos tikslai — didelis užimtumas, kainų stabilumas, priimtinas valiutos kursas bei ekonomikos augimas — sutampa su vyriausybės ekonominės politikos tikslais. Tačiau dažnai neišvengiama konfrontacijos tarp centrinio banko pinigų politikos ir vyriausybės iždo politikos. Neretai, kai valstybinis biudžetas yra nepakankamas norimam vartojimui pasiekti, didinami mokesčiai, auga vyriausybės vidaus ir užsienio skola, dėl to kyla kainos, mažėja vartojimas, gamybos plėtra ir užimtumas. Kartais, norint padidinti šalies produkcijos eksporto konkurencingumą, siekiama valiutos devalvavimo arba atvirkščiai — savo valiutos pervertinimas padeda atpiginti importą.

Pakankamai stiprus ir savarankiškas centrinis bankas — tai lyg pačios valstybės sąžinės balsas. Jam priklauso ne tik pinigų leidimo teisė — centrinis bankas valdo ir reguliuoja visą pinigų kiekio kūrimosi procesą. Vadinasi, jis turi galią išlaikyti nacionalinės valiutos, kuri ir yra nacionalinės ekonomikos pagrindas, stiprumą, patikimumą, pasiekti tarptautinį jos pripažinimą. Griežta centrinio banko pinigų politika lemia ne tik valiutos kurso bei visos finansų sistemos stabilumą, ji, pažabodama infliaciją, apskritai padeda palaikyti darnų ekonomikos funkcionavimą. Tačiau kai kada, pavyzdžiui, šalyje naudojant tvirtą, t.y. su kitos valstybės valiuta susietą, o ne pagal pasiūlos ir paklausos dėsnius kintantį valiutos kursą, centrinio banko vaidmuo ir įtaka bendriesiems ekonomikos procesams labai sumažėja.

Knygos autoriai neapsiriboja vien bankininkystės problemų analize. Tos problemos nagrinėjamos bendrame ekonominių procesų ir sąryšių kontekste. Be to, gana įdomus teoriniu požiūriu daugelyje knygos vietų pasitaikantis keinsistinio ir monetaristinio požiūrio į ekonomikos reiškinius lyginimas.

ALMA LITTERA

Angliškojo leidimo pratarmė

Užtenka tik pažvelgti į laikraščius, kad suprastume, kodėl mes palaikėme šios knygos atnaujinimo mintį. Pastaraisiais metais Kongresas laidavo už taupymo ir paskolų įstaigas; dokumentą pavadino Finansų įstaigų reformos, atkūrimo ir sustiprinimo aktu. Iždo sekretorius Nikolas Breidis (Nicholas Brady) pateikė trečiojo pasaulio skolų grąžinimo planą, ir Meksika bei jos bankininkai greitai tuo planu pasinaudojo pertvarkydami savo šalies skolas. Federalinės rezervų sistemos ekonomistai sukūrė dinaminio sureguliavimo modelį, žinomą K pavadinimu, kuris, tikimasi, padidins politikų prognozavimo galimybes. Tai labiausiai minėtinos, bet jokiu būdu ne vienintelės mūsų dalyką liečiančios naujovės. Vaizdžiai tariant, toliau gvildenti pinigų ir bankininkystės temą yra tas pats, kaip stebėti lauką, išnykstantį už horizonto.*

Šis naujas leidimas duoda galimybę aptarti tuos ir kitus dalykus. Mes pasinaudojome proga ir pakeitėme visą šios knygos struktūrą. Nors daug kas pasikeitė, knyga išlieka ištikima keturioms pagrindinėms idėjoms, kuriomis vadovavomės rengdami pirmąjį leidimą. Pirmiausia, įvairių institucijų nagrinėjimas neturi būti nuobodus faktų, kuriuos studentai bematant pamiršta, vardijimas. Stengdamiesi to išvengti, finansų įstaigų aprašymą papildėme daugeliu kitų naujų dalykų. Pavyzdžiui, studentai turi žinoti, kas per daiktas yra pelno kreivė ir ką veikia Federalinis atvirosios rinkos komitetas. Bet rimtas finansų objekto nagrinėjimas susideda ne vien iš pateiktų apibrėžimų. Reikia suprasti ir rimčiausias ekonomikos problemas, su kuriomis susiduria mūsų žmonės, įvertinti polemikos argumentų jėgą ir trūkumus. Mes tikime, kad jeigu studentai bus supažindinti su šiomis problemomis ir galimais sprendimais, pagyvės mokymo procesas, kuris kitaip būtų tik paprasčiausias kalimas. Taigi šiame (kaip ir kiekviename) mūsų knygos leidime ne tik aptariame problemas, dėstomas įvairiuose skyriuose, bet ir papildomai įtraukiame visą skyrių apie institucines reformas.

Antroji mintis: pagrindiniai ginčai dėl pinigų teorijos ir politikos nėra kokie kompleksiški techniniai klausimai, suprantami vien tik specialistams. Nors studentai įvadiniame pinigų ir bankininkystės kurse dar negali supras-

ti paprasto „Journal of Monetary Economics" puslapio, svarbiausius pinigų teorijos ir politikos klausimus galima paaiškinti tokia kalba, kurią supranta ir aukštosios mokyklos nebaigę žmonės. Taigi šiame leidime (kaip ir anksčiau) mes stengiamės išaiškinti ginčą tarp keinsistų ir monetaristų.

Trečioji idėja, dabar tapusi visuotine, yra ta, kad Amerikos ekonomika nėra izoliuota, todėl reikia kruopščiai nagrinėti tarptautines finansų problemas, kurios sudaro šiuolaikinio pinigų ir bankininkystės kurso dalį.

Pagaliau mes siekiame numatyti būsimus pasikeitimus. Taigi įtraukėme tokius skyrius, kaip devintąjį — apie struktūrinius klausimus, devynioliktąjį — apie makroekonomikos teoriją ir dvidešimt devintąjį — apie tarptautinės pinigų sistemos ateities raidos kryptis. Tai leidžia mums susipažinti, nors ir nepakankamai, su kylančiais klausimais ir galimais jų sprendimais.

Šių keturių problemų mes laikomės ir šiame leidime. Taigi aptarę 1989 metų laidavimą už taupymo ir paskolų asociacijas, mes vertiname šį įstatymą ir sprendžiame, ar jis pasieks tikslą. Toliau, kalbėdami apie finansų reformą (9 skyrius), aptariame alternatyvius taupomųjų įstaigų problemos sprendimo būdus, ruošdamiesi atvejui, jeigu 1989 metų įstatymas būtų neveiksmingas. Panašiai elgiamės aptardami Breidžio planą — svarstome jo sėkmingumo tikimybę. Aptardami kiekybinę teoriją, mes atsižvelgiame į naujausią modelį, paprastai vadinamą K, nors dinaminio sureguliavimo modelis K* yra pernelyg sudėtingas pinigų ir bankininkystės kursui. Išplėtėme ir tarptautinių finansų nagrinėjimą. Bet dabar labiau negu anksčiau pabrėžiame kituose skyriuose iškylančius tarptautinių finansų klausimus. Taigi, aptardami kanalus, kuriais pinigų politika veikia bendrąjį nacionalinį produktą (BNP), mes teigiame, kad svarbiausia gali būti valiutos kursų kitimas. Kaip buvo anksčiau, taip ir liko keturi atskiri skyriai apie tarptautinius finansus — trys yra V dalyje ir vienas (apie tarptautinę bankininkystę) perkeltas į I dalį.*

Didžiausias šio leidimo pakeitimas yra I dalyje. Ilgame ir visai naujame skyriuje (2 skyrius) dėstoma finansų teorija. Ji apima tokius klausimus, kaip finansų, rinkų prigimtis, efektyviųjų rinkų teorija ir Modiljanio ir Milerio (Modigliani — Miller) teorema. Toliau eina du skyriai, aprašantys finansų formas ir santykines palūkanų normas. Dėl didėjančio taupomųjų įstaigų ir komercinių bankų panašumo atsisakėme skyriaus apie taupomąsias įstaigas ir nagrinėjame jas tame pačiame skyriuje kaip ir komercinius bankus. Skyrius apie tarptautinę bankininkystę, anksčiau buvęs 5 skyrius, dabar eina po skyriaus apie vidaus bankininkystę. II dalis yra mažiausiai pakeista, palyginti su ankstesniais leidimais, nors rezervus keičiančių rinkos veiksnių aptarimą perkėlėme į priedą.

Pirmajame III dalies skyriuje dabar aptariame kiekybinės teorijos bei pajamų ir išlaidų teorijos pagrindus. Dėl to sugebėjome sutraukti du skyrius apie ginčą tarp keinsistų ir monetaristų į vieną skyrių, taigi padarėme vietos naujam skyriui apie naująją klasikinę teoriją ir postkeinsistinę

teoriją. Labai suprastindami dėstymą, gerokai pakeitėme skyrių apie palūkanų normas. Skyrius apie visuminės pasiūlos kreivę perkeltas prieš monetarizmo skyrių. Kaip ir anksčiau, teoriniuose skyriuose stengiamės padėti intuityviai suprasti pagrindines idėjas, o ne pateikti diagramų ir lygčių pirotechniką, kuri studijuojantiems dažnai aptemdo, o ne nušviečia problemos esmę. Plačiai naudojamės racionaliojo numatymo teorija, bet užuot pateikę kaip atskirą teoriją, mes ją dėstome teoriniuose ir politikos skyriuose, kai ji natūraliai iškyla.

Pinigų politikos aptarimas taip pat yra iš esmės pakeistas. Labiausiai IV dalyje yra pakeistas pinigų politikos tikslų ir svertų aprašymas. Nors trečiajame leidime buvo aptartas bendrojo nacionalinio produkto planavimas, tai buvo pateikta lyg ir pavėluotai. Iš to kilo neteisinga prielaida; mat BNP pasirinkimas pinigų politikos tikslu darėsi vis svarbesnis klausimas tiek profesionalų diskusijose, tiek priimant Federalinės rezervų sistemos (FRS) sprendimus. Štai kodėl tikslų skyriuje dabar pirmiausia aptariamas BNP planavimas, o po to — pinigų arba palūkanų normų tikslai. Šis skyrius baigiasi diskusija apie tai, ką FRS iš tikrųjų yra nuveikusi; ši medžiaga anksčiau buvo pinigų politikos istorijos skyriuje. Šis istorijos skyrius buvo susiaurintas, kad būtų lengviau įsimenamas. Skyriuje apie anticiklinės politikos galimumą dabar yra plati diskusija apie administracines ir politines problemas. Jame rašoma ir apie politinius ekonomikos ciklus ir apie visuomenės pasirinkimo teoriją; ši medžiaga anksčiau buvo skyriuje apie Federalinės rezervų sistemos organizavimą.

Knyga sudaryta taip, kad ją būtų galima lanksčiai panaudoti auditorijoje. Apskritai mes bandėme parašyti skyrius taip, kad jie nepriklausytų vienas nuo kito. Pavyzdžiui, kai kurie dėstytojai gali norėti nagrinėti pinigų politikos priemones kartu su pirmąja dalimi arba perkelti skyrių apie FRS organizaciją iš pirmosios dalies į trečiąją, kai kurie dėstytojai gali norėti peršokti didelę dalį 26 skyriaus, kuriame rašoma apie FRS politikos istoriją.

Styveno Bekmeno (Steven Beckman) iš Kolorado universiteto Denverio mieste ir Džanetos L. Volkut (Janet L. Wolcutt) iš Vičitos universiteto parašytas „Studijų vadovas" apima kiekvieno skyriaus svarbiausias vietas, užduotis ir problemas. Mes, autoriai, esame parašę „Dėstytojo vadovą", kuriame trumpai apibūdinami skyriai, be to, pateikti atsakymai į klausimus, esančius kiekvieno skyriaus gale, ir pateikta daugiau kaip 1000 klausimų pasirinktinai. Klausimai, už kuriuos mes dėkingi Merei H. Aker (Mary H. Acker) iš Ajonos koledžo, irgi yra kompiuterio disketėje.

Mes esame labai dėkingi tiems, kurių komentarai ir pasiūlymai padėjo tobulinti šią knygą. Šiam leidimui detalių pastabų, paremtų savo patyrimu auditorijoje, pateikė Robertas T. Eiveritas (Robert T. Averitt) iš Smito koledžo, Styvenas A. Kobas (Steven A. Cobb) iš Seivjerio universiteto (Sinsinatyje), Tomas E. Deivis (Tom E. Davis) iš Kornelio universiteto ir Džonas F. Skoginsas (John F. Scoggins) iš Alabamos universiteto.

Ankstesniuosius leidimus pastabomis patobulino šie specialistai: Styvas Bekmenas (Kolorado universitetas, Denveris), Džordžas Benstonas (George Benston, Emorio universitetas), Viljamas Breinardas (William Brainard, Jeilio universitetas), Filipas Brokas (Philip Brock, Diūko universitetas); paskutinį leidimą — Karlis Bruneris (Karl Bruner), Džonatonas Ytonas (Jonathon Eaton, Prinstono universitetas), Vilfredas Dž. Etjeris (Wilfred J. Ethier, Pensilvanijos universitetas), Pyteris Fryvertas (Peter Frevert, Kanzaso universitetas), Miltonas Frydmenas (Milton Friedman, Stanfordo universitetas), Džakas Dželfandas (Jack Gelfand, Niujorko valstijos universitetas, Olbanis), Beverlis Heidavėjus (Beverly Hadaway, Teksaso universitetas, Ostinas), Ričardas Harmstonas (Richard C. Harmstone, Pensilvanijos valstijos universitetas, Vortingtonas-Skrantonas), Tomas Havrileskis (Thomas Havrilesky, Diūko universitetas), Arnoldas Hegestadas (Arnold Heggestad, Floridos universitetas, Geinsvilis), Robertas S. Holbrukas (Robert S. Holbrook, Mičigano universitetas), Volteris Džonsonas (Walter Johnson, Misūrio universitetas, Kolumbija), Deividas Leidleris (David Laidler, Vakarų Ontarijo universitetas), Džozefas Lo (Joseph Lo, Kalifornijos universitetas, Los Andželas), Pyteris Olšeskis (Peter Olsheski, Pensilvanijos valstijos universitetas), Edmundas S. Felpsas (Edmund S. Phelps, Kolumbijos universitetas), Džeimsas L. Pirsas (James L. Pierce, Kalifornijos universitetas, Berklis), Viljamas Pūlis (William Poole, Brauno universitetas), Jūri M. Posen (Uri M. Possen, Kornelio universitetas) ir Džonas Ratlidžas (John Rutledge, Klermono vyrų koledžas).

Donaldas S. Lamas (Donald S. Lamm) iš Nortono leidyklos padarė dėl šio leidimo daugiau, negu bet kuris autorius turi teisę iš redaktoriaus tikėtis. Labai gerai savo darbą padarė Dreikas Makfylis (Drake McFeely) ir Debra Makei (Makay), atitinkamai trečiojo ir ketvirtojo leidimo redaktorius ir rankraščio redaktorė. Pagaliau mes esame labai dėkingi puikioms sekretorėms Margeritai Kraun (Marguerite Crown) ir Anai Friskijai (Ann Frischia).

T. M., Deivis, Kalifornija
Dž. S. D., Kembridžas, Masačūsetsas
R. Z. A., Čikaga, Ilinojus
1990 m. sausis

I

DALIS

FINANSŲ STRUKTŪRA

1
SKYRIUS

Pinigai

Pradėsime nuo pinigų ir finansų sistemų: kodėl jos yra svarbios, kaip jas tirti? Greitai susidursime su klastinga, bet svarbia pinigų sąvoka, kuri daugeliui studentų, studijuojančių pinigų teorijas, yra pakišusi koją. Išmoksime suvokti, kuo skiriasi pinigai apskritai, tai viena, ir valiuta, pajamos, turtas — kita. Sužinosime, kad pinigų vertė priklauso nuo to, ar jie yra visuotinai priimtini. Pamatysime, kad tarp pinigams priskiriamų ir nepriskiriamų, bet labai panašių į juos kitų finansų sistemos elementų nėra labai ryškaus skirtumo.

PINIGŲ SISTEMOS REIKŠMĖ

mums duoda pinigai? Iš esmės savo poreikius mes tenkiname gamindami prekes, teikdami paslaugas, augindami javus, sukdami automobilio varžtus, kepdami pjausnius, netgi skaitydami teorines paskaitas. O popieriukų, vadinamų pinigais, spausdinimas neatneša jokios tiesioginės naudos. Padvigubinę fermų, gamyklų ir kontorų produkciją, tampame turtingesni, o antra tiek prispausdinę pinigų, mes turtingesni nepasidarome. Šiuo pavyzdžiu galima parodyti, kad pinigai yra visiškai nesvarbus dalykas. Antra vertus, pinigai ir su jais susijusios finansų įstaigos yra nepaprastai svarbu. Pinigai labai suprastina prekių mainus — atkrinta visi mainų vargai ir natūriniams mainams būdingos išlaidos. Atsisakę pinigų sistemos, prarastume dabartinį mainų mechanizmą. O darbo pasidalijimo sąlygomis be efektyvaus mainų mechanizmo nebūtų išnaudojami gamybiniai pajėgumai. Didžiosios depresijos metu dėl daugelio bankų bankrotų labai sumažėjo pinigų kiekis, o tai smarkiai apgadino mūsų mainų mechanizmą. Dėl to kilo masinis nedarbas, kuris 1933 metais pasiekė 38 procentus. Kitas prasto pinigų sistemos veikimo pavyzdys yra netikėta infliacija. Pasibaigus Pirmajam, o po to ir Antrajam pasauliniam karui, kai kurios šalys patyrė didžiulę infliaciją — pinigų vertė nukrito beveik iki nulio. Konservatyvieji investitoriai, kurie buvo įsigiję vyriausybės obligacijų ir kitų tvirto nominalo vertybinių popie-

rių, buvo sužlugdyti. Mūsų šalyje* nebuvo baisios infliacijos nuo revoliucijos laikų, bet jeigu jūs, tarkim, nusipirkote 1000 dolerių vertės vyriausybės obligaciją 1965 metais, o ji išperkama 1982 metais, tai pagal perkamąją galią jūs gavote tik šiek tiek daugiau kaip 300 dolerių.

Kuo geriau funkcionuoja pinigų sistema, tuo geriau gyvena visa šalis ir kiekvienas iš mūsų. Mes tiriame, kaip ji veikia nedarbą ir infliacijos lygį, o supratę pačios pinigų sistemos veikimą, sužinome, kaip veikia bankai ir kitos finansų įstaigos, kodėl kinta palūkanų normos, kokią įtaką daro tarptautiniai valiutų kursai šalies ekonominei politikai, ir kitus svarbius dalykus. Kiekvienam žmogui, suprantančiam finansų sistemą, lengva apsispręsti, kaip investuoti. Tai yra pagrindas, leidžiantis suprasti literatūrą, kurią jūs rengiatės skaityti. Šnekant paprastai, palūkanos, kurias moki, gavęs paskolą automobiliui pirkti, priklauso nuo tokių pinigų veiksnių, kaip Federalinė rezervų politika ir infliacijos procentas.

KNYGOS SCHEMA

Knyga aiškina, kaip veikia pinigų ir finansų sistema. Pirmojoje dalyje aprašytos institucijos, kurios kuria ir valdo pinigus ir kitus finansų aktyvus. Antrojoje dalyje kalbama apie pinigų matus ir jų kūrimą bei bankų rezervus. Trečiojoje dalyje aptariama pinigų ir makroekonomikos teorija, o ja remiantis aiškinama, kokią įtaką pinigų kiekis ir kiti makroekonomikos kintamieji daro nacionalinėms pajamoms, nedarbui ir kainų lygiui. Ketvirtojoje dalyje susiduriame su pinigų politika. Tai turėtų padėti jums suprasti, kas vyksta, kai perskaitę laikraštį, sužinote, kad federalinis rezervų bankas padidino diskonto normą arba panaudojo kitas pinigų politikos priemones. Pastaruųjų metų mūsų prekybos deficitas dramatiškai įrodė faktą, kuris buvo akivaizdus nuo seno — mūsų šalis nėra izoliuota. Tai, kas atsitinka su Amerikos ir užsienio pinigų santykinėmis vertėmis, ir lemia, ar didės, ar ne nedarbas mūsų šalyje, Jungtinėse Amerikos Valstijose. Paskutinėje knygos dalyje rašoma apie mūsų šalies pinigų sistemos ryšį su kitų šalių pinigų sistemomis.

KAS YRA PINIGAI?

Pirmiausia reikia apsispręsti, kaip apibūdinsime pinigus. Kituose paragrafuose matysime, kad įprastinė žodžio *pinigai* vartosena yra per daug neapibrėžta.

Kasdieninėje kalboje terminas *pinigai* reiškia labai daug skirtingų dalykų. Vienas iš jų yra grynieji pinigai tokia reikšme: „Ar tu turi pinigų?“ Ta-

* JAV. — Vert. pastaba.

čiau modernioji ekonomika neapsiriboja vien grynaisiais pinigais, nes grynieji pinigai ir čekiniai indėliai atlieka tą pačią funkciją — jais mokama už prekes ir paslaugas. Faktiškai labai maža dalis pirkimų, gal tik apie 1 procentą, yra apmokama grynaisiais pinigais. Taigi, jeigu pinigus apibūdinsime tiktai kaip grynuosius, turėsime daug vargo dėl tų pinigų, kuriais atsiskaitoma daugumoje visų pirkimų. Juk tikras faktas, kad pinigai yra susiję su visais pirkimais, todėl pinigai yra labai svarbu. Kadangi grynieji pinigai ir indėliai, kurių pagrindu gali būti išrašomas čekis, atlieka tą pačią funkciją ir kadangi mus domina, ką gi pinigai daro, čekinius indėlius būtina kartu su grynaisiais pinigais įtraukti į pinigų apibrėžimą.

Vienas akivaizdus prieštaravimas neleidžia indėlių apibrėžti kaip pinigų, arba grynųjų pinigų. Juk čekiais negalima užmokėti už smulkius pirkinius arba paslaugas, tarkime, už važiavimą autobusu, o kartais netgi kai sumos yra didesnės. Tai tikrų tikriausia tiesa. Tiesa yra ir tai, kad jeigu kas nors perka, tarkime, vertybinių popierių už 10 milijonų dolerių ir bando apmokėti grynais pinigais, tai gali pasirodyti įtartina, ir toks susitarimas gali iširti. Be to, jeigu neįtrauksime čekinių indėlių į pinigų apibrėžimą dėl to, kad čekiai nenaudojami smulkiems mokėjimams, tai reikės neįtraukti ir kai kurių piniginių ženklų, pavyzdžiui, 1000 dolerių banknoto.

Iš tikrųjų pravartu mąstyti taip — pinigai yra iš esmės indėliai, o grynieji pinigai — tai tik šios sistemos smulkieji pinigai. Valstiečiai, kaip ir mes, naudojasi grynaisiais pinigais apmokėdami didelę dalį savo pirkimų, tačiau taip nedaro didelių operacijų šalys. Jie daugiausia naudojasi telegrafo pervedimais, kitaip tariant, perduoda pinigus teleksu arba telegrama ir taip išvengia laiko nuostolių, kurių būtų, jeigu čekis keliautų paštu. Vieno tyrimo rezultatai parodė, kad 1978 metais atsiskaitymai grynaisiais pinigais sudarė mažiau negu 1 procentą visos mokėjimų sumos, atsiskaitymai čekiais — vieną ketvirtadalį, telegrafo pervedimai — apie tris ketvirtadalius. O šeimose, priešingai, 1984 metais 36 procentai visų išlaidų buvo padaryta grynaisiais pinigais, 57 procentai — čekiais, o kredito kortelėmis — 6 procentai.

Populiarus pinigų apibrėžimas tik kaip grynųjų pinigų yra per siauras vartoti teoretikams, o kitas populiarus jų apibūdinimas yra per platus. Jis pinigus vertina kaip turto sinonimą. Sakydami „Ji turi daug pinigų", turime omenyje, kad ji yra turtinga. Jeigu tokį apibrėžimą vartotume ekonomikoje, tai už pinigus įgytas nekilnojamasis turtas, akcijos, obligacijos ir kitoks turtas būtų vadinamas pinigais, o tai reikštų, kad yra ignoruojami pinigams būdingi bruožai.

Trečias populiarus pinigų apibrėžimas sutapatina juos su pajamomis. Pavyzdžiui, klausiama „Kiek jis uždirba pinigų?" Apibūdindami pinigus kaip pajamas, galime labai susipainioti, jeigu norėsime pasvarstyti (o vėliau taip ir bus), ar dėl pinigų kiekio pasikeitimo ekvivalentiškai keičiasi pajamos. Be to, pinigai yra sankaupos, o tai reiškia, kad bet kuriuo laiko momentu yra jų tam tikra suma. O pajamos yra srauto per tam tikrą laiką rodiklis.

Jeigu sakoma, kad kieno nors pajamos yra, tarkime, 5000 dolerių, negali žinoti, ar tos pajamos yra didelės, ar mažos, ar šie 5000 dolerių yra vienų metų, ar vienos savaitės pajamos. Bet tas, kas turi kišenėje 3000 dolerių, iš tikrųjų turi didelę grynųjų pinigų sankaupą.

Ekonomistai atmeta pernelyg siaurą pinigų apibrėžimą, reiškiantį grynuosius pinigus, ir per platų, reiškiantį turtą, ir apibūdina pinigus pagal jų funkcijas. Pinigai yra viskas, kas funkcionuoja kaip *mainų tarpininkas*, kaip *vertės matas*, kaip *būsimų mokėjimų priemonė* arba kaip labai likvidi *kaupimo priemonė*.

Mainų tarpininkas

Ši pinigų funkcija yra aiški. Į pinigus keičiame prekes ir paslaugas, o po to šiuos pinigus — į tas prekes ir paslaugas, kurių norime įsigyti. Tokia karuselinė mainų sistema padeda išvengti didelių nepatogumų, būdingų natūriniams mainams, vadinamojo **abipusio norų sutapimo**. Ką reiškia toks norų sutapimas? Kad įvyktų natūriniai mainai, reikia atrasti tą, kas nori įsigyti prekių arba paslaugų, kurias mes siūlome, ir kad jis galėtų tuo pačiu metu pateikti tokių prekių ir paslaugų, kurių mes norime įsigyti.

Primityvioje visuomenėje, kurioje darbo pasidalijimas buvo nedidelis, tokį asmenį surasti nebūdavo labai sunku, nes buvo mainoma tik vienos kitos rūšies produktai, o prekyba buvo formali, tradicinė. Bet išsivysčiusioje visuomenėje, kuriai būdinga gausybė prekių, tai padaryti yra visiškai kas kita. Plieno pardavėjui, kuris plieną norėtų iškeisti, tarkime, į vanilinius ledus, tektų ilgai ieškoti to, kuris turi kaip tik tokių ledų ir pats nori pirkti plieno. Ekonomikos sąlygomis, kai cirkuliuoja pinigai, toks mainų procesas pasidalija į du etapus. Mūsų minėtasis plieno gamintojas pirmiausia suranda tą, kuriam reikia plieno, o paskui tą, kuris parduoda ledus. Daug lengviau surasti du tokius žmones, negu rasti vieną, kuris norėtų ir to, ir to. Kita natūrinių mainų problema — daugelio prekių nedalomumas. Pavyzdžiui, televizijos stoties gamintojui bus gana sunku surasti fermerį, kuris, tarkime, vieną tūkstantąją televizijos stoties keistų į svarą sviesto.

Tiesioginiai natūriniai mainai dėl savo netinkamumo buvo pakeisti *netiesioginiais* mainais. Tai tokia mainų sistema, kurioje žmonių grupė keičia savo prekes ne tiesiai į tas, kurių jie nori, bet į tokias, kurių, jų įsitikinimu, norės tie, kurie dabar turi pirmiesiems reikalingų prekių. Kuo daugiau produktų panaudojama netiesioginiams mainams, tuo mainai yra naudingesni, nes šie produktai tampa preke tiems, kurie juos gauna, ir žmonės vis labiau pritaria tokiems mainams. Pagaliau tuos produktus galima pirma panaudoti mainams, o po to jie tampa pinigais.

Nors su pinigais prekiauti žymiai patogiau, palyginti su paprastaisiais natūriniais mainais, ir šiuolaikinėje ekonomikoje retkarčiais dar praktikuojami paprasti natūriniai mainai. Mainai vėl gali paplisti, jeigu didelės in-

fliacijos metu žlunga pinigų sistema ir kainos kiekvieną dieną dvigubėja. Tokiu atveju pinigai taip menkai išsaugo vertę, kad net labai trumpas laikas tarp pinigų gavimo ir jų išleidimo yra per ilgas, todėl kai kurias, nors ir ne visas operacijas yra geriau atlikti mainais.

Paprastai natūriniai mainai įsigali tada, kai neleidžiama nusistoti pusiausvyros kainoms. Kainos gali būti kontroliuojamos, bet tada paklausa gali žymiai prašokti pasiūlą. Tokiu atveju pardavėjas gali nenorėti parduoti savo prekių tokiomis kainomis, tai yra gaudamas mažiau pinigų negu prekės vertos. Tačiau pardavėjai gali norėti keisti savo prekes į kitas prekes. Tokių mainų buvo sąjungininkų okupacijos Vokietijoje metu po II pasaulinio karo, kai kainos buvo kontroliuojamos:

„Kiekvienas žino, kad norėdamas gauti cemento, privalai siūlyti anglių", kalbėjo Štutgarto miesto valdžia. Jie pirko gėrimus, pagamintus aplinkiniuose kaimuose, veždavo juos į Prancūzijos okupacinę zoną ir keisdavo į cigaretes, kurias veždavo į Rūrą ir keisdavo į anglis, pastaršias veždavo į Viurtembergo cemento gamyklą ir tik tada gaudavo atstatymo darbams reikalingo cemento[1].

Kartais natūriniai mainai yra praktikuojami ir tada, kai įstatymai reglamentuoja kainų minimumą arba kai pardavėjai gali išlaikyti savo prekių kainas ir neprarasti rinkų, kai pasiūla prašoka paklausą. Pavyzdžiui, valstybė nustato minimalias eksportuojamų žemės ūkio produktų kainas, tačiau paaiškėja, kad šiomis kainomis neįmanoma parduoti viso kiekio. Išeitis viena — šių produktų mainai su kita valstybe, kurios padėtis yra panaši. Tada nė viena šalis neprisipažįsta, kąd jos prekės yra nevertos tos kainos, kuri buvo nustatyta.

Natūriniai mainai šiek tiek praktikuojami ir visiškai normaliomis aplinkybėmis, pavyzdžiui, keičiant vieną automobilį į kitą. Natūriniai mainai įsigali tose šalyse, kur yra dideli mokesčių tarifai, pavyzdžiui, Švedijoje; mat tai yra būdas išvengti mokesčių[2].

Vertės matas ir būsimų mokėjimų priemonė

Antroji pinigų funkcija — matuoti vertę. Tai reiškia, kad pinigais naudojamės kaip priemone įvairių daiktų vertėms palyginti. Apie prekių ir paslaugų vertę mes galvojame ir kalbame vartodami pinigų terminus, nes pinigais matuojama vertė, lygiai kaip mylia matuojamas atstumas. Aišku, kad šiuolaikinėje ekonomikoje vertę reikia nuolat lyginti; pirkėjai turi lyginti

---

[1] *Horst Mendershausen.* Prices, Money and Distribution of Goods in Postwar Germany. — American Economic Review. 39 (1949, birželis), p. 656.

[2] Jungtinėse Amerikos Valstijose yra mainų klubų, kurių nariai gali keistis prekėmis ir paslaugomis. Tačiau šie susitarimai dažniausiai įforminami rašytiniais dokumentais, o prekių vertės matas, žinoma, yra doleris. Taigi šios operacijos iš tiesų nėra mainai, tai greičiau operacijos neoficialia valiuta. Matyt, svarbiausia tokių susitarimų nauda yra ta, kad išvengiama pelno mokesčių.

daugybės pardavėjų pasiūlymus, o tai padaryti būtų gana sunku, jeigu kiekvienas pardavėjas savo prekių kainas nustatytų, lygindamas su įvairiomis prekėmis. Pavyzdžiui, kaip nustatyti, kurioje parduotuvėje yra pigiau, jeigu viena parduotuvė prašo dviejų svarų sviesto už vieną svarą jautienos, o kita parduotuvė už svarą jautienos prašo 10 pieštukų. Panaši problema atsiranda tada, kai reikia nuspręsti, ar pirkti, tarkim, jautienos arba žuvų, jeigu jautienos kaina nurodyta sviesto kiekiu, o žuvų kaina — rašomosios mašinėlės juostelėmis. Norint gerai apsispręsti, reikia žinoti santykį, kuriuo remiantis, bet kuri prekė yra keičiama į kitas.

Tarkime, kad yra labai paprasta ekonominė veikla — viso labo 5 prekės: *A*, *B*, *C*, *D* ir *E*. Jeigu nėra vertės mato, o mes norime sužinoti, kokiu santykiu keičiamos šios 5 prekės viena į kitą, turime sužinoti ir įsidėmėti net 10 keitimo santykių (*A* — *B*, *A* — *C*, *A* — *D*, *A* — *E*, *B* — *C*, *B* — *D*, *B* — *E*, *C* — *D*, *C* — *E*, *D* — *E*). Na, o jeigu panaudosime vieną iš šių penkių prekių, tarkim, *A*, kaip vertės matą, tada kitų keturių prekių kainas galėsime išreikšti šios prekės verte. Gausime tik 4 keitimo santykius (*A* — *B*, *A* — *C*, *A* — *D*, *A* — *E*).

Apskritai, turint *N* prekių ir neturint vertės mato, galima sužinoti, kad tarp jų yra (*N*–*1*) *N*/2 keitimo santykių. Pirma šios formulės dalis yra *N*–*1*, nes kiekvienos prekės keitimo santykis su ja pačia yra lygus vienetui. Mums belieka rasti *N*–*1* prekių keitimo santykius. Reikia žinoti kiekvienos iš turimų prekių keitimo su kitomis santykius, todėl ir gauname (*N*–*1*) *N* keitimo santykių skaičių. O jeigu jau žinoma, koks yra prekės *A* keitimo į prekę *B* santykis, tada aiškus ir prekės *B* keitimo į prekę *A* santykis, ir todėl dalijame iš 2. Viskas pasidaro daug paprasčiau, jeigu vieną iš šių prekių padarome vertės matu. Dabar jau lieka tik *N*–*1* santykių skaičius. Taigi, vertės matas leidžia sutaupyti labai daug mūsų pastangų. Pavyzdžiui, įsivaizduokime, jog kažkas turi reikalų su 200 įvairių daiktų. Turint vertės matą, jam arba jai reikės nustatyti tik 199 kainas, išreikštas vertės mato terminais. O neturint vertės mato, teks skaičiuoti 19 900 keitimo santykių.

Dar vienas didelis vertės mato pranašumas — apskaitos paprastumas. Įsivaizduokime, kad bandome tvarkyti apskaitos sistemą, kurioje įrašai apskaitos knygose daromi tūkstančių prekių kiekine išraiška. Jei bandysite nustatyti, ar yra gauta pelno ar nuostolio, sugaišite baisiai daug laiko arba ir visai nenustatysite.

Viena iš specifinių pinigų, kaip prekės mato, funkcijų — būsimų mokėjimų priemonė. Tai matas, kuriuo išreiškiami būsimieji mokėjimai. Skola paprastai nustatoma tam tikra dolerių suma. Naudojantis vertės matu, atsiranda rimtų problemų, nes, nelaimė, mes visi pajuntame, jog pinigų vertė visą laiką kinta. Už dolerį, kurį jūs paskolinote praėjusiais metais, šiais metais, kai jums jį grąžins, tiek jau nebenupirksi. Šiuo požiūriu pinigai yra labai menkas vertės matas.

Kaupimo priemonė

Pinigai gali pasitarnauti ir kaip kaupimo priemonė. Šiuo požiūriu pinigai turi keletą ypatumų. Vienas iš jų yra tai, kad pinigai nereikalauja jokių **operacijų išlaidų** arba tos išlaidos yra labai mažos. Operacijų išlaidos — tai papildomos pinigų ir laiko sąnaudos, kurios yra neišvengiamos, keičiant vieną daiktą į kitą. Žmonės, nusprendę kaupti bet kokį turtą, privalo nusipirkti šio turto už pinigus, gautus kaip pajamos. Vėliau, panorus vietoj šio turto įsigyti prekių ar dar ko nors, šį turtą reikia iškeisti į pinigus. Abi šios operacijos — pinigų keitimas į turtą, vėliau šio turto keitimas vėl į pinigus — susijusios su išlaidomis. Pavyzdžiui, įsivaizduokime, kad kas nors stengiasi sutaupyti 10 000 dolerių, norėdamas kitais metais nusipirkti automobilį, ir nusprendžia šiuos 10 000 dolerių tuo tarpu investuoti į paprastąsias akcijas. Dabar jam reikės laiko, bus daug rūpesčių, kol apsispręs, kokias akcijas pirkti, po to teks kreiptis į brokerį, apmokėti už paslaugas. Po to, kitais metais, vėl teks kreiptis į brokerį, vėl apmokėti už paslaugas. Ir atvirkščiai, padėjus tuos 10 000 dolerių į banką, galima išvengti (atsisakius bet kokio potencialaus pelno iš akcijų) ir išlaidų už brokerio paslaugas, ir išlaidų, susijusių su laiko sąnaudomis bei akcijų pirkimu. Tai unikali pinigų savybė, ir šiuo požiūriu pinigai yra pranašesnis turtas už visas kitas aktyvų rūšis.

Kita pinigų, kaip kaupimo priemonės, savybė yra tai, kad išreikšta pinigais, vertė yra tvirta. Tai labai svarbu, nes paprastai visos skolos yra vertinamos pinigais. Vadinasi, pinigai turi tvirtą vertę skolų ir kitų įsipareigojimų, pavyzdžiui, nuomos mokėjimų, atžvilgiu. Kas nori turto, kad galėtų išmokėti skolas, tiems, aišku, verčiau laikyti pinigus. Betgi pinigai nėra tas vienintelis turtas, turintis šias patogias savybes; obligacijos, kurios yra išperkamos tuo metu, kai mums būtina mokėti skolas, šią savybę irgi turi, tačiau pirkdami ir parduodami obligacijas, susiduriame su operacijų išlaidomis.

Dvi esminės pinigų, kaip kaupimo priemonės, savybės yra galimybė išvengti didelių sandėrio išlaidų ir tvirta pinigų vertė skolų atžvilgiu. Prie šių pridėkime dar dvi kitas savybes. Pirma, pinigų vertė svyruoja prekių ir paslaugų atžvilgiu. Vadinasi, jeigu kas nors nori turėti tokį turtą, kurio prekių ir paslaugų perkamoji, lygiai kaip ir skolų mokamoji galia stabili, pinigai iš tikrųjų tam tikslui idealiai netinka. Kadangi daugelis iš mūsų pinigus naudojame pirmiausia prekėms pirkti, tai gali atrodyti, kad jie nėra tokia gera kaupimo priemonė, nes tai turtas, kurio kaina kinta. Jeigu toks tvirtinimas turi bent kiek tiesos, tai jau yra dingstis svarbioms išlygoms. Įvairių turto rūšių bei prekių ir paslaugų kainos svyruoja ne sutartinai. Vadinasi, tie žmonės, kurie, tarkim, turi įsigiję paprastųjų akcijų arba prekių atsargų, turėtų suprasti, kad atmetus infliaciją, jų turtas mažėja labiau negu laikant pinigus. Iš tikrųjų, nepaisant nuo 1970 metų trunkančios infliа-

cijos, tie, kas pirko, atrodytų, stiprios Pensilvanijos centrinės bendrovės akcijų tais metais, t. y. prieš bendrovės bankrotą, prarado daug daugiau perkamosios galios negu tie, kurie laikė pinigus. Deja, tikrai patikimos apsaugos nuo infliacijos nėra. Antra, turėtume atsiminti, kad tam tikros pinigų rūšys (pačios praktiškiausios, pvz., grynieji pinigai) nebūtinai yra pelningos. Jeigu jūs turite, tarkime, 100 dolerių grynaisiais, negaunate jokių palūkanų, o jeigu laikytumėte pinigus, deponuotus banke, gautumėte.

Pinigų funkcijų sąveika

Vienintelis Jungtinių Amerikos Valstijų piniginis vienetas — doleris atlieka visas keturias pinigų funkcijas. Pavyzdžiui, jeigu pinigų kainos nustatytos doleriais, dolerių banknotai yra mainų tarpininkai ir kaupimo priemonė. Bet nebūtinai tas pats piniginis vienetas atlieka visas funkcijas. Pavyzdžiui, kolonijinio laikotarpio Amerikoje daug pirklių naudojosi Britanijos svarais sterlingų, kaip vertės matu. Svarais sterlingų jie vedė apskaitą, tačiau Ispanijos pinigai buvo įprastiniai mainų tarpininkai, nes jų buvo žymiai daugiau. Panašiai net iki šių dienų yra ir Didžiojoje Britanijoje. Labai vertingų prekių, pavyzdžiui, brangių drabužių, kainos nustatomos ginėjomis, o viena ginėja yra lygi 1 svarui sterlingų ir vienam šilingui. Tačiau ginėjos jau nebecirkuliuoja, todėl klientas moka už prekes mainų tarpininku — svarais sterlingų ir šilingais[3].

Paprastai tas pats piniginis vienetas atlieka visas pinigų funkcijas. Taip yra todėl, kad būtų labai nepatogu naudoti skirtingus piniginius vienetus kaip mainų tarpininką ir kaip vertės matą. Pavyzdžiui, įsivaizduokime, kad mainuose tarpininkauja sidabrinės monetos, o vertės matas, kuriuo remiantis nustatomos kainos, yra auksinės monetos. Tokiu atveju kiekvieną kartą perkant mintyse reikėtų skaičiuoti, kiek reikia duoti pirkliui, kad ta suma atitiktų auksiniais pinigais nustatytą kainą. Pagaliau, kaip ką tik buvo pažymėta, pinigų, kaip kaupimo priemonės, pranašumas yra labai aiškus tada, kai patys piniginiai vienetai yra ir mainų tarpininkai (išvengiama sandėrių išlaidų), ir vertės matas (turint tvirtą vertę skoloms mokėti). Dėl to ir reikia, kad visas funkcijas atliktų tas pats piniginis vienetas.

---

[3] Ginėja iš pradžių buvo aukso moneta, o svaras sterlingų — sidabro moneta. Auksinių monetų statusas yra pranašesnis negu sidabrinių, todėl ginėjomis naudojamasi įkainojant prestižines prekes. Įvairių rūšių pinigų naudojimo įvairiuose socialiniuose sluoksniuose istorija yra ilga. Žemesniosios visuomenės klasės kartais moka variniais pinigais, o aristokratai — auksu. Pavyzdžiui, senovės Graikijoje vienu metu paprastiems žmonėms buvo draudžiama naudoti auksą, mat auksas buvo naudojamas atsilyginti dievams, o to negalėjo daryti prasčiokai. Šiuo metu tėra likęs vienas dalykas iš tos tradicijos, kai pinigai buvo „aukšti“ ir „žemi“ — nedera duoti arbatpinigių pensais.

PINIGŲ PASIŪLOS MATAVIMAS

Apibrėžiant pinigų funkcijas, viena turi būti aišku: negalima išmatuoti pinigų pasiūlos paprasčiausiai paklausiant Iždo departamente, kiek grynųjų pinigų dabar cirkuliuoja. Vertės mato funkcija neleidžia išmatuoti pinigų pasiūlos, nes vertės matas yra abstraktus matavimo vienetas. Tiesiog nesąmonė sakyti, pavyzdžiui, kad vertės matas prieš kelerius metus buvo 400 milijardų dolerių, o dabar jis jau yra 500 milijardų dolerių. Mūsų vertės matas yra doleris-laikotarpis. Antra vertus, mes visiškai pasikliaujame mainų tarpininko funkcija ir matuojame tuos dydžius kaip mainų tarpininkus. Faktiškai tokiu vienu pinigų matu paprastai naudojasi ekonomistai. Jis susideda iš dviejų komponentų: grynųjų pinigų (plius kelioniniai čekiai) ir čekinių indėlių. Šitaip apibrėžti pinigai yra vadinami *P1*, arba pinigais siaurąja prasme. Tai labai plačiai taikomas pinigų apibrėžimas. Į jų sudėtį neįeina kredito kortelių likučiai; taip yra iš dalies dėl to, kad kredito kortelės tėra mokėjimo būdas. Kai mokate kredito kortele, jūs gaunate kreditą, o tai reiškia, kad atsiranda skola, kurią vėliau teks apmokėti čekiu arba grynaisiais pinigais.

Daugelis ekonomistų mano, kad apibūdinant pinigų kaupimo funkcijas, daug geriau būtų atsižvelgti dar ir į kitas aplinkybes. Jie norėtų, kad į šį apibrėžimą būtų įtraukti dar ir kai kurie kiti labai likvidūs (greitai virstantys pinigais) aktyvų elementai: taupomieji ir terminuotieji indėliai iki 100 000 dolerių. Toks praplėstas pinigų matavimas kartais yra vadinamas pinigais plačiąja prasme, arba *P2*. Atidėkime diskusiją dėl *P1* ir *P2*, kaip ir dar dėl keleto kitų pinigų kiekio matavimų pasirinkimo, iki 10 skyriaus. Dabar pakanka pasakyti tik tai, kad čia nėra didelės problemos; pirmiausia tai patogumo klausimas. Šioje knygoje, išskyrus tas vietas, kur yra kitaip nurodyta, mūsų vartojamas terminas pinigai reiškia *P1*. Bet daugeliu atvejų, išskyrus 10 ir 11 skyrius, *P1* pakeitus *P2*, neturėtų susidaryti kokių žymesnių nepatogumų.

PINIGŲ FORMOS

Apibūdinus pinigus pagal funkcijas, galima nurodyti ir jų formas. Viena iš jų — **pilnaverčiai prekiniai pinigai** (arba tiesiog **prekiniai pinigai**). Tai pinigai, kurių, kaip prekės, vertė visiškai atitinka jų, kaip mainų tarpininko, vertę. Tarkime, kad turite auksinę monetą, kurią galima išlydyti ir gauti gryną auksą. Jeigu šį auksą galima parduoti už tiek, kokia yra tos monetos nominalinė vertė, tada ši moneta ir yra prekinis pinigas. Ilgai ir buvo vartojami tokie prekiniai pinigai, t. y. stambios monetos — iš aukso ir sidabro, smulkios — iš kitų metalų, pavyzdžiui, vario. Tradiciškai šalys vartojo sidabro arba aukso standartą tol, kol pinigų vertė priklausė nuo tų metalų, iš kurių buvo nukaltos monetos, vertės.

Vienas iš prekinių pinigų pavyzdžių — tai vadinamieji **pilnaverčių pinigų pakaitalai**. Tokie pinigai patys paprastai neturi beveik jokios vertės, bet gali atstoti pilnaverčius prekinius pinigus. Tai tik pažymėjimas, jo savininkui suteikiantis teisę gauti tam tikrą sumą prekinių pinigų. Kartais daug patogiau turėti tokius popieriukus, negu laikyti didžiulį kiekį sunkių auksinių monetų.

Kita pinigų forma yra **kreditiniai pinigai**. Tai tokie pinigai, kurie patys neturi medžiagos vertę atitinkančios vertės ir kurių negalima iškeisti į pilnaverčius pinigus. JAV pinigai yra kreditiniai pinigai — juk negali kreiptis į Iždą ir gauti aukso arba sidabro monetų už pateiktus popierinius pinigus.

Mūsų grynieji pinigai yra teisėta mokėjimo priemonė. Tai reiškia, kad ji turi būti pripažįstama grąžinant skolas, nebent paskolos sąlygos numato kitokią atsiskaitymo formą, pavyzdžiui, prekių tiekimą. Antra vertus, banko indėlis nėra teisėta mokėjimo priemonė. Kreditorius neprivalo pripažinti atsiskatymų čekiais ir gali reikalauti apmokėti grynaisiais pinigais. Tačiau tai, ar įstatymiškai pripažinta ar nepripažinta mokėjimo priemonė, negali būti kriterijus pinigams apibrėžti. Pinigais vadiname visa, kas yra visuotinai pripažįstama mainuose, kas vartojama kaip vertės matas.

Kreditinių pinigų prigimtis

Kreditiniai pinigai yra pranašesni už kitas pinigų formas tuo, kad jiems nereikia eikvoti retųjų gamtos išteklių. Užuot eikvojus brangiai kainuojantį auksą ir sidabrą pinigams gaminti, galima išsiversti su mažiausiomis išlaidomis: tai įrašai banko apskaitos knygose (indėliai), popierius (banknotams spausdinti) arba šiek tiek paprasto metalo (monetoms kalti). Pinigai yra ženklas, suteikiantis jų turėtojui galimybę įsitraukti į prekių ir paslaugų ekonomiką; o mes tą ženklą pripažįstame dėl to, kad žinome, jog kiti žmonės jį taip pat pripažįsta mainydami savo prekes ir paslaugas. Kaip įėjimo į koncertą bilietas nekuria muzikos, taip ir pinigų ženklas nebūtinai turi turėti prekės vertę.

Tačiau lieka problema, kas labiau tinka kreditiniams pinigams: ar pilnaverčiai pinigai, tokie kaip aukso monetos, ar pilnaverčių pinigų pakaitalai. Prekinių pinigų kiekis reguliuojamas pagal prekių apimtį, o kreditinių pinigų kiekį kontroliuoja valstybė. Pagrįstai nuomonės gali skirtis dėl to, ar geriau, kai pinigų kiekį reguliuoja tokie atsitiktinumai, kaip naujų aukso klodų atradimas, ar vyriausybė[4]. Kai kas tiki, kad vyriausybės, nevaržomos

[4] Į argumentą, kad prekinis standartas išeikvoja gamtos išteklius, Hiūstonas Makalokas (Houston McCulloch) reagavo pateikdamas tokią analogiją: „Panašų argumentą galima pateikti dėl dviračio spynos ir grandinės. Jeigu metalinę spyną galima pakeisti simboline popierine spyna, gamtinių išteklių būtų sutaupyta, ir jie galėtų būti panaudoti kitur

aukso standartų arba kitų taisyklių, per sparčiai didina pinigų kiekį, todėl atsiranda infliacija. Taip elgiamasi dėl to, kad padidinus pinigų kiekį, tuoj pat pajuntami malonūs rezultatai: sumažėja nedarbas ir palūkanų normos.

Kreditiniai pinigai reikalauja didelių gudrybių. Žmonės turi suprasti, kad vertinga yra tai, ką kiti žmonės traktuoja kaip vertinga, nors kaip tiesiogiai vartojama materialinė vertybė tas daiktas ir neturi jokios vertės. Todėl visai nenuostabu, kad kreditiniai pinigai yra palyginti nesena naujovė. Nors anksčiau epizodiškai ir pasirodydavo kreditinių pinigų, dauguma išsivysčiusių valstybių iki 1930 metų laikėsi aukso standarto. Apskritai pinigai evoliucionavo nuo realios vertės prie abstrakčių simbolių: brangiuosius metalus, parduodamus pagal svorį, paskui monetas, nukaltas iš brangiųjų metalų, pakeitė popieriniai pinigai. Iš pradžių jie buvo keičiami į brangiųjų metalų monetas, o po to — nebekeičiami, vėliau atsirado banko indėliai. Tačiau ši evoliucija nėjo tiesia linija. Pavyzdžiui, auksakalių depozitai, kuriuos iš esmės galima laikyti čekiais, buvo naudojami kaip mokėjimo priemonė septynioliktajame amžiuje Anglijoje, tada, kai dar nebuvo pripažintų popierinių pinigų.

VISUOMENĖ, NETURINTI GRYNŲJŲ PINIGŲ

Paplitus elektronikai, pinigų sistema toliau evoliucionuoja. Ne tik didžiulės mokėjimų sumos perduodamos telegrafu, kad nereikėtų paštu siųsti čekio, bet ir kai kurių žmonių atlyginimus darbdaviai elektronikos būdu perveda tiesiog į banko indėlį. Be to, dabar daug bankų turi automatinius visą parą veikiančius banko terminalus, o kai kurie prekybininkai turi pardavimo fiksavimo terminalus, todėl klientai gali už prekes apmokėti automatiškai debetuodami kliento sąskaitą banke. Kai kas gali pamanyti, kad toks elektroninis prietaisas iš esmės yra tas pats, kas ir čekis. Bet reikia tik įsivaizduoti kelius, kuriuos įveikia tas gana žemiškas įrenginys, ir suvoksime visiškai automatizuotą atsiskaitymų sistemą. Pajamas ir kitus pinigų gavimus kompiuteris gali automatiškai įrašyti į asmeninės sąskaitos kreditą. Perkant pirkėjo sąskaitos numeris įvedamas į kompiuterį. Pinigai automatiškai pervedami į pardavėjo sąskaitą. Periodiniai mokėjimai, pavyzdžiui, paskolos apmokėjimo įnašai arba mokesčiai už komunalinius patarnavimus gali būti atliekami automatiškai nurašant nuo mokėtojo sąskaitos; iš tikrųjų tam tikrais atvejais taip jau ir daroma.

Tačiau tokiai sistemai veikti yra daug kliūčių. Bandymus taikyti elektroninius mokėjimus visuomenė sutiko ne itin entuziastingai; taip buvo iš

efektyviau. Kol vagys pripažįsta popierinę spyną, kaip ir metalinę, dviratis yra saugus. Žalvariu aptraukto kietai grūdinto plieno grandinės šiam tikslui reikalauti irgi yra tikrai neprotinga (*Houston McCulloch*. Money and Inflation. New York, Academic Press. 1975, p. 78).

dalies dėl to, kad tokia sistema indėlininkui neleidžia atidėti sąskaitų mokėjimų, kai jo arba jos sąskaitoje yra mažai pinigų. Vis dėlto mes gal prieisime prie visuotinio elektroninio atsiskaitymo, nors ir ne taip staigiai.

Vieną elektroninio atsiskaitymo sistemos problemą iliustruoja šis pasakojimas. Kai kurie naujų žemių kolonistai buvo susipažinę su vietine pinigų sistema, bet su savimi jokių pinigų nepasiėmė. Neturėdami mainų tarpininko, jie pasinaudojo tuo, kad žinojo, jog pinigai gali būti apskaitos vienetas. Jie ėmė mainyti prekes, išreikšdami rinkai tiekiamų prekių vertę standartiniu vertės matu. Tačiau ir turint apskaitos vienetą, mainai buvo labai nepatogūs, todėl jie nusprendė pasinaudoti mainų tarpininku. Nenorėdami naudoti vertingų prekių mainų tarpininku, jie iškėlė kredito sistemos idėją. Kiekvienam iš jų buvo suteikiamas kreditas, o vienas iš jų tapo sąskaitininku, registruojančiu visas operacijas: pardavėjo sąskaitą kredituodavo, pirkėjo — debetuodavo. Nors tai buvo gana žymus atsiskaitymo patobulinimas, palyginti su natūriniais mainais, tokia sistema vis tiek buvo griozdiška; dėl daugybės operacijų sąskaitininkas buvo labai užimtas, ir jis suprato, kad labai smulkias operacijas registruoti yra gryna gaišatis. Taigi jis patarė, kad kiekvienas kolonistas įsigytų popieriaus ir žymėtųsi mažas sumas, kurios turėtų būti įrašytos į jo arba jos sąskaitą. Pirkdami jie perduodavo šiuos popierius vienas kitam. Tai sutaupė daug sąskaitybos darbo. Tik tiems, kurie surinkdavo daug popierių, reikėjo juos pateikti sąskaitininkui, kad pastarasis įrašytų reikiamą sumą į jų sąskaitos kreditą. Kolonistai pritarė šiam planui ir po to laimingai gyveno. Jie dar kartą išrado grynuosius pinigus.

PINIGAI, KVAZIPINIGAI IR LIKVIDUMAS

Kadangi pinigų sistema nuolat kinta, turtas, reiškiantis pinigus, taip pat kinta. Dėl to nėra aiškaus skirtumo tarp pinigų ir kitų daiktų. Bet kuriuo metu gali būti keletas daiktų, kurie yra pusiaukelėje į pinigus. Todėl pinigų ir ne pinigų skiriamoji linija yra labai neryški. Kur tą liniją reikia nubrėžti, iš dalies priklauso nuo to, ko siekiame, kitaip tariant, nuo to, kuri pinigų funkcija čia yra svarbiausia. Pavyzdžiui, jeigu dėmesį sukoncentruojame į mainų tarpininko funkciją, norime apibrėžti pinigus, kaip tuos daiktus, kurie paprastai veikia kaip mainų tarpininkas.

Arba tarkime, kad mums svarbu turto kaupimo funkcija. Jeigu taip, tai norėsime, kad pinigų apibrėžimas apimtų tokius aktyvus, kurie yra labai likvidūs, t. y. būtų greitai ir lengvai išleidžiami. Taigi likvidumas skiria pinigus nuo kitų turto formų.

Turto likvidumas priklauso nuo: 1) kaip greit juos galima pirkti arba parduoti, 2) pirkimo arba pardavimo operacijų išlaidų ir 3) ar stabilios ir prognozuojamos tų aktyvų kainos. Pinigai siaurąja prasme, pradedantys šią

skalę, yra labai likvidūs. Kadangi tai jau pinigai, todėl nieko nekainuoja ir jokio vargo nėra juos parduoti, t. y. paversti pinigais, o dolerio kaina visada yra vienas doleris. Kitame skalės gale rasime tokius daiktus, kaip nekilnojamasis turtas, kurį parduoti reikia laiko ir nemažų išlaidų brokeriui, o gali tekti jį parduoti ir mažesne negu tikėtasi kaina. Galime visus šiuos daiktus surikiuoti pagal jų likvidumą, kitaip tariant, pagal tai, kaip greit jie tampa grynaisiais pinigais. Dėl to iškyla toks klausimas, kur šiame likvidumo spektre galima nubrėžti liniją ir atskirti pinigus nuo ne pinigų.

Likvidumas nėra aiškiai apibrėžta sąvoka, nes trys jo elementai gali atskleisti skirtingus dalykus. Tarkime, kad turtą *A* galima greitai parduoti, bet yra didelės sandėrio išlaidos. Turtą *B* parduoti užtrunka daugiau laiko, tačiau tas sandėris nieko nekainuoja. Turtą *C* galima greit ir su nedidelėmis išlaidomis parduoti, bet jo kainą labai sunku numatyti iš anksto. Todėl nelengva nuspręsti, kuris iš šių aktyvų likvidžiausias ir kuris nelikvidžiausias.

Be to, likvidumas ilgainiui gali keistis sunkiai nuspėjama kryptimi. Tarkime, kad jūs nusipirkote akcijų po 100 dolerių už vieną, o dabar jų vertė padidėjo iki 200 dolerių. Vienu aspektu šios akcijos tapo ne taip likvidžios. Juk padidėjo jų pardavimo operacijų išlaidos — jeigu jas parduosite, teks mokėti nuosavybės padidėjimo mokestį. Todėl tokio turto nelabai norėsite parduoti. Antra vertus, jums gali kilti pagunda realizuoti savo nuosavybės padidėjimą ir parduoti akcijas, nepaisant mokesčių. Šiuo atveju akcijos bus likvidesnės. Ir atvirkščiai, jeigu akcijų kainos krinta, galima sutaupyti mokesčių sumą realizuojant nuosavybės nuostolius, tačiau galite nenorėti patirti nuostolių ir pripažinti, kad padarėte klaidą, pirkdamas akcijas. Taigi likvidumas turi ir psichologinių elementų.

Ignoruodami šiuos nemalonumus, galime nubraižyti likvidumo spektrą, pradėdami *P1* ir baigdami, pavyzdžiui, tuo, ką tikimės paveldėti. Dabar tarkime, kad reikia apibrėžti pinigus platesne negu *P1* prasme. Kur brėžti liniją? Deja, nėra tokio taško, per kurį būtų galima nubrėžti visiškai tikslią liniją. Nepriklausomai nuo to, plačiąja ar siaurąja prasme apibūdinti pinigai, visada bus tokių aktyvų, kurie nors ir neįtraukti į pinigų apibrėžimą, bet yra arti ribos. Virtimas pinigais yra nuolatinis procesas. Todėl *tie aktyvai, kurie neįtraukiami į pinigų apibrėžimą, bet yra labai panašūs į įtrauktuosius, vadinami* **kvazipinigais**.

Šie kvazipinigai yra labai likvidūs, bet vis dėlto ne visai taip, kaip pinigai. Žinoma, sunku nustatyti ir ne visiškai aišku, kokius elementus įtraukti. Viename spektro gale tai priklauso nuo vartojamų pinigų apibrėžimo. Kitas galas, kur yra linija tarp kvazipinigų ir turto, kuris nėra toks likvidus, kad būtų priskirtas prie kvazipinigų, yra gana sąlygiškas. Korporacijos akcijos yra aiškiai ne kvazipinigai, bet ne visai aišku, ar, tarkime, vyriausybės vertybiniai popieriai, išperkami per vienerius ar dvejus metus, gali būti kvazipinigai.

SANTRAUKA

1. Termino *pinigai* nereikia painioti su grynaisiais pinigais, pajamomis arba turtu.
2. Dauguma visų mokėjimų (reiškiamų doleriais) yra atliekama telegrafo pervedimais.
3. Pinigų funkcijos yra tokios: mainų tarpininkas, vertės matas, mokėjimų priemonė ir kaupimo priemonė. Kadangi pinigai veikia kaip mainų tarpininkas, išvengiama būtino abipusio poreikių sutapimo, kuris neišvengiamas natūriniuose mainuose. Naudojantis pinigais, kaip vertės matu, suprastėja verčių palyginimas ir palengvėja sąskaityba. Pinigams, kaip kaupimo priemonei, būdinga: iš esmės nėra sandėrių išlaidų, daugumos paskolų atveju jų vertė yra tvirta. Paprastai tas pats vienetas atlieka visas pinigų funkcijas.
4. Turint omenyje matuojamus kiekius, sąvoka *pinigai* šioje knygoje reiškia *P1*, kitaip tariant, čekinius indėlius plius visuomenės turimus grynuosius pinigus.
5. Visi JAV pinigai yra kreditiniai pinigai. Kreditinių pinigų vertės pagrindas yra tai, kad jie yra visuotinai pripažįstami.
6. Ryškėja tokia tendencija: einame link visuomenės, neturinčios grynųjų pinigų, o daugumą operacijų, darant įrašus apskaitoje, atlieka elektronika. Tačiau naudojimasis čekiais ir grynaisiais pinigais tebeturi savo privalumų.
7. Nors kvazipinigai ir nėra tokie likvidūs, kaip pinigai, tačiau jų likvidumas gana didelis. Jų virtimas pinigais — tai tik laipsnio klausimas.

PAGRINDINIAI TERMINAI

pinigai	money
mainų tarpininkas	medium of exchange
abipusis norų sutapimas	double coincidence of wants
netiesioginiai mainai	indirect barter
vertės matas	standard of value
būsimųjų mokėjimų priemonė	standard of deferred payments
teisėta mokėjimo priemonė	legal tender
pilnaverčiai pinigai	full-bodied money
kreditiniai pinigai	credit money
likvidumas	liquidity
kvazipinigai	near-money

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Pateikite apibrėžimus ir apibūdinkite šiuos terminus:
   a) grynieji pinigai,
   b) pinigai,
   c) pajamos,
   d) turtas.

2. Ar jūsų vidutiniškai turimų pinigų suma yra didesnė, ar apytikriai lygi, ar mažesnė už jūsų pajamas? Ar tai yra beprasmiškas klausimas?
3. Paaiškinkite, kodėl indėliai iki pareikalavimo atitinka pinigų apibrėžimą.
4. Paaiškinkite, kaip, naudojantis mainų tarpininku, taupomos pastangos. Taip pat paaiškinkite vertės matą.
5. Kuo skiriasi pinigai nuo kitų kaupimo priemonių?
6. Paaiškinkite, ką reiškia tokie terminai ir kuo jie vienas nuo kito skiriasi:
   a) pilnaverčiai prekiniai pinigai,
   b) pilnaverčių prekinių pinigų pakaitalai,
   c) kreditiniai pinigai.
7. Paaiškinkite, kodėl kreditiniai pinigai turi vertę.
8. Aptarkite, ką reiškia terminas kvazipinigai. Ką jie apima?
9. Aptarkite, ką reiškia likvidumas. Apibūdinkite tokio turto likvidumą:
   a) korporacijos akcijų,
   b) būsimo paveldėjimo,
   c) namo,
   d) indėlio taupomajame banke ir paskolų asociacijoje.
10. Koks nors cinikas pasikeitimus Kalėdų dovanomis gali pavadinti mainais. Kodėl vis dėlto naudojamasi natūriniais mainais, jei galima vienam su kitu atsiskaityti pinigais, jei pinigai yra žymiai geresnis mainų tarpininkas?

LITERATŪRA

Armen Alchian. Why Money? — Journal of Money, Credit and Banking. 5 (1977, vasaris), d. 2, p. 133–141. Puikus pasakojimas apie mainų priemonės vaidmenį.

Robert Avery ir kt. The Uses of Cash and Transactions. Accounts by American Families. — Federal Reserve Bulletin. 72 (1986, vasaris), p. 87–108. Išsami šeimos mokėjimų papročių apžvalga.

Karl Brunner, Meltzer Allan. The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange Economy. — American Economic Review. 61 (1971, gruodis), p. 784–806. Puikus pasakojimas apie pinigus kaip mainų priemonę, paremtas ekonomikos teorija.

S. Herbert Frankel. Two Philosophies of Money. London, St. Martin's Press, 1977. Knygelė kelia klausimą dėl vyriausybės teisių manipuliuoti pinigais.

Jacques Melitz. Primitive Money. Reading, Mass., Addison-Wesley, 1974. Įdomus pasakojimas apie pinigų antropologiją.

The Polanyi School of Anthropology on Money: An Economist's View. — American Anthropologist. 72 (1970, spalis), p. 1020–1040. Įdomi apžvalga.

2
SKYRIUS

Akcijos, obligacijos ir finansų įstaigos

Tik primityvioje ekonomikoje pinigai yra vienintelis arba vyraujantis finansinis turtas. Visos ekonomiškai išsivysčiusios ir dauguma silpnos ekonomikos šalių turi kompleksinę finansų sistemą, kurioje pinigai yra tik viena iš daugelio finansinio turto formų. Šiame skyriuje pasižiūrėsime, kokios yra šio reiškinio priežastys ir susipažinsime su tokiomis finansų formomis, kaip akcijos, obligacijos ir kiti vertybiniai popieriai, kurie mūsų finansų sistemoje laikomi pinigais.

Susipažinsime ir su įstaigomis, per kurias keliauja pinigų ir kitų finansų formų srautas. Šios finansų įstaigos egzistuoja ne tik dėl istorinių priežasčių. Jų reikia ir dėl to, kad sudarydami abipusiškai naudingus susitarimus, žmonės ir įstaigos galėtų maksimizuoti pelną. Todėl tikrai logiška, kad tokios finansų formos ir tokios įstaigos egzistuoja. Taip patenkinami esami poreikiai ir, galimas daiktas, už atitinkamą kainą atsiras finansų įstaiga arba finansų forma, kuri galės patenkinti kiekvieną poreikį. Vadinasi, finansų formų ir įstaigų įvairovė — tai žmonių bendradarbiavimas, norint maksimizuoti savo pelną arba optimaliai jį panaudoti.

FINANSŲ SISTEMA

Finansų sistemą sudaro priemonės, kuriomis naudojamasi kuriant skolų įsipareigojimus ir jais, tai yra teisėmis gauti pinigų arba kitokių aktyvų, keičiantis. Mūsų ekonominėje veikloje milžiniškas finansinių operacijų mastas yra susijęs su skolų reikalavimais ir teisėmis į nuosavybę, todėl toms operacijoms atlikti yra sukurtas didžiulis aparatas, kuris vis plečiamas. 1988 metais finansų aparatas (kartu su draudimu ir nekilnojamojo turto agentūromis) sukūrė apie vieną šeštadalį bendrojo nacionalinio produkto (per 7 kartus daugiau, negu sukūrė žemės ūkis, miškininkystė ir žuvininkystė drauge). Šioje srityje dirba daugiau kaip 6 procentai darbingų amerikiečių. Kodėl gi tiek daug žmonių, kurių daugelis gauna labai solidžius atly-

ginimus, tvarko finansinius reikalus? Ar tai nėra ekonomikos išteklių švaistymas? Pasižiūrėkime.

Įsivaizduokime ekonomiką be finansų aparato. Ir tuo atveju žmonės neskubės visko suvartoti, t. y. norės taupyti; galimas daiktas, kad tikėsis, jog pajamos gali mažėti arba gali didėti poreikiai, o gal taupys dėl to, kad norėtų palikti palikimą arba išlaikyti našų turtą. Lygiai taip pat kai kurie žmonės norėtų skolintis; gal dėl to, kad jų pajamos laikinai sumažėjo, o jie norėtų išlaikyti savo vartojimo lygį, arba dėl to, kad gavę paskolą, galėtų įsigyti išteklių, kuriuos panaudoję, gautų didelį pelną.

Šitokioje ekonomikoje iš viso nėra finansų aparato, todėl žmonės net negaišta laiko ieškodami tų, iš kurių galėtų gauti arba pasiskolinti pinigų — ši veikla būtų primityvi ir menka. Norėdamas sutaupyti, žmogus turėtų kaupti pinigus arba materialinius išteklius, pavyzdžiui, namus arba maisto konservus. Kadangi norint nusipirkti pelną duodančio materialaus turto (ne tokio, kurio reikia asmeniniam naudojimui), būtina viską labai gerai apsvarstyti, daugelis taupytojų apsvarstę pamatytų, kad jie taip ir liko be jokio ekonominio efekto. Situacija būtų beviltiška ir tiems, kurie, matydami pelningesnį būdą panaudoti ištekliams, norėtų investuoti, pavyzdžiui, į gamyklos statybą. Vienintelis jiems prieinamas investavimo būdas — patiems sutaupyti reikiamą pinigų sumą. Bet kas gi gali sutaupyti tiek, kad pakaktų, tarkime, metalurgijos gamyklai pastatyti?

Be abejo, ekonomika būtų žymiai produktyvesnė, jeigu potencialūs lėšų tiekėjai ir potencialūs jų naudotojai veiktų išvien. Jie turėtų naudos iš darbo pasidalijimo. Tik tokiu būdu kiekvienas galėtų daryti tai, ką jis sugeba geriausiai. Vienas lengviau už kitus gali pagaminti visų vartojamo maisto, antras gali taupyti lėšas, kurias kitas norėtų investuoti, tarkime, į pastato statybą, o trečiam gali būti lengviau surasti tą, kuris investuotų kito sutaupytas lėšas.

Bet darbo pasidalijimas, keičiantis įvairiais produktais, reikalauja pastangų. Visokeriopai išvystytoje ekonomikoje mainus atlieka specialistai. Todėl yra specializuotų finansų įstaigų, pavyzdžiui, taupymo ir paskolų asociacijų, kurios suveda draugėn skolininkus ir skolintojus. Šis uždavinys toks svarbus dėl to, kad labai sunku įvertinti sandėrius, kuriuose duodamas pažadas apmokėti. Perkantis pasižadėjimą apmokėti (t. y. skolintojas) iš tikrųjų negauna jokių prekių, kurias galėtų įvertinti, kaip, tarkime, duonos pirkėjas, kuris gali padaryti išvadą dėl siūlomo kepaliuko kokybės. Skolos pasižadėjimą įvertinti yra žymiai sunkiau negu daugelį konkrečių prekių.

Kita priežastis: skolininkai ir skolintojai nenori prekiauti vienodais pasižadėjimais. Ta pasižadėjimų rūšis, kurią skolintojas norėtų gauti, duodamas savo pinigus, paprastai skiriasi nuo pasižadėjimų, kuriuos norėtų pateikti skolininkas. Norint sužinoti, kodėl taip yra, reikia susipažinti su įvairiu finansiniu turtu. Pirmiausia išsiaiškinkime, kuo skiriasi paprastosios akcijos nuo paskolos.

AKCIJOS AR SKOLOS?

Tie, kurie nori įsigyti lėšų, dažnai naudojasi vienu iš šių būdų: išleidžia akcijas arba ima paskolą. Kadangi patys žmonės parsiduoti negali, jie gali tiktai pasiskolinti, atsižvelgdami į savo sugebėjimą uždirbti. Žmonės negali gauti lėšų ir išleisdami akcijas. Tačiau tie, kurie turi ne tik savo galių kapitalą, o ir tokį, kuris generuoja pajamas, turi didesnį pasirinkimą. Jie gali skolintis ir savo turtą panaudoti kaip užstatą arba gali leisti akcijas.

Akcijos

Nuosavybė gali būti individo arba jų grupės. Nauda iš nuosavybės yra tiesioginė: jeigu turto vertė didėja, savininkas turi tiesioginę naudą. Tokia nauda, tarkime, atsiranda tada, kai namo savininkas supranta, kad jo namo vertė padidėjo. Nenauda atsiranda tada, kai turto vertė krinta: nuosavybė praranda vertę ir gali duoti nuostolių. Iš tikrųjų gali būti dar blogiau.

Kad suprastume, kas yra akcijos, imkime pirmiausia nedidelį turtą, pavyzdžiui, parduotuvę, priklausančią vienam žmogui. Savininkas gali susitarti, kad kas nors, įmokėjęs, tarkime, 100 000 dolerių, taps partneriu ir gaus vieną ketvirtadalį parduotuvės nuosavybės teisių. Dabar tam partneriui suteikiama teisė į vieną ketvirtadalį uždarbio (pelno) ir paprastai teisė reikšti savo nuomonę dėl parduotuvės veiklos. Na, o dabar įsivaizduokime, kad parduotuvė nieko neuždirba. Partneris neturi teisės į jokias išmokas. Jis juk yra partneris, o ne kreditorius. Dar blogiau, jeigu parduotuvė dirba nuostolingai, tada naujajam partneriui atitenka ir dalis nuostolių. Jeigu parduotuvė bankrutuoja, jam netgi tenka mokėti negrąžintas skolas, todėl mūsų nelaimingasis partneris gali būti priverstas ir pats bankrutuoti, nes kreditoriai tiesiogiai ir jam pateikia ieškinius. (Nuo to partnerius gali apsaugoti vadinamoji ribotos atsakomybės ūkinė bendrija.)

Ūkinė bendrija yra rizikingas dalykas, ir žmonės partneriais tampa paprastai tik tokiose įmonėse, kurias gerai pažįsta ir gali turėti įtakos jų valdymui. Kad ir turėdamos pasitikėjimą, individualios įmonės ir ūkinės bendrijos iš esmės nėra pajėgios surinkti didelių sumų, kurių reikia daugelyje gamybos šakų.

Taip susidarė dar viena nuosavybės forma — korporacija*. Korporacija nuo ūkinės bendrijos skiriasi pirmiausia tuo, kad korporacijos savininkai neatsako už jos skolas. Jeigu jūs nusiperkate korporacijos akciją už 1000 dolerių ir korporacija sužlunga, jūsų nuostoliai negali būti didesni už įmokėtą 1000 dolerių sumą. Išskyrus ribotą atsakomybę, akcininką iš esmės ga-

* Akcinės bendrovės JAV vadinamos korporacijomis; toliau knygoje ir bus vartojamas amerikietiškas terminas. — Red. past.

lima traktuoti kaip partnerį. Jis arba ji turi teisę gauti atitinkamą dalį pelno, o balsuodami už vadovybės pasiūlymus, turi galimybę reikšti savo nuomonę (nors paprastai nelemiančią) dėl verslo valdymo.

Tačiau akcininkas — tai ne kreditorius. Korporacija juridiškai įsipareigoja mokėti sutartas palūkanas kreditoriams, bet neturi jokių mokėjimo įsipareigojimų akcininkams. Jeigu korporacija patiria nuostolių arba nori grąžinti visą pelną vėl į verslą, gali nuspręsti nemokėti dividendų iš viso. O jeigu firma negali laiku grąžinti paskolos, kreditorius gali kreiptis į teismą, gali būti paskelbtas firmos bankrotas ir parduotas turtas skoloms atlyginti. Akcininkams korporacija nieko neprivalo mokėti. Akcininkai yra paskutiniai pretendentai. Jiems atitenka tik tai, kas lieka išmokėjus skolas tiekėjams ir darbuotojams bei palūkanas už paskolas.

Jeigu firma gauna lėšų skolindamasi, ji turi mokėti palūkanas. O kokios yra išlaidos pritraukiant partnerių arba akcininkų lėšas? Naujai išleidžiamų akcijų pirkėjui duodama dalis būsimojo firmos pelno, jis įgyja valdymo teisės dalį lygiai taip pat, kaip ir ūkinės bendrijos naujasis partneris. Įsivaizduokite, pavyzdžiui, kad bendrovės vertė yra 100 milijonų dolerių, ji turi 10 milijonų apyvartoje esančių akcijų ir gauna 12 milijonų dolerių pelno. Taigi, kiekviena akcija uždirba 1,20 dolerio pelno, kurio viena dalis paprastai yra išmokama kaip dividendai, o kita vėl grąžinama į verslą. Tarkime, kad ši bendrovė parduoda dar 10 milijonų papildomų akcijų po 10 dolerių. Dabar bendrovės vertė yra 200 milijonų, bet kiekvienas ankstesnis akcininkas (jeigu jis nepirko naujų akcijų) dabar valdo tik pusę to, ką turėjo anksčiau. O ar tai padidina, ar sumažina jo pajamas, priklauso nuo to, ar bendrovė su nauju kapitalu uždirba daugiau, ar mažiau negu 12 procentų pelno, t. y. pelno, kurį ji uždirbo su ankstesniu kapitalu.

Obligacijos

Obligacija yra skolininko įsipareigojimas sumokėti tam tikrą sumą tam tikru metu (vadinamuoju **išpirkimo metu**) bei skolos laikotarpiu mokėti nustatyto dydžio palūkanas, arba vadinamąjį **kupono procentą**, arba tiesiog **kuponą**. Šis kupono procentas yra nustatomas iš anksto ir nesikeičia tol, kol obligaciją išleidusi korporacija nebankrutuoja. Paprastai skolininkas pasilieka sau teisę grąžinti skolą anksčiau, tada išvengia įsipareigojimo toliau mokėti palūkanas. Tačiau daugelio obligacijų priešlaikinio skolos grąžinimo teisės būna apribotos. Tai vadinamoji pirkėjo apsauga, kuri reiškia, kad išpirkus obligaciją anksčiau nustatyto laiko, jos savininkui turi būti išmokėta tam tikra suma, viršijanti obligacijos nominalinę vertę (nominalinė vertė — tai vertė, kuri buvo užrašyta, obligaciją leidžiant).

Obligacijos pirkėjas negali nuspręsti grąžinti obligaciją prieš nustatytą datą. Tačiau obligaciją galima parduoti, nesulaukus išpirkimo datos. Tokios obligacijos pardavimo kaina priklauso nuo tokio tipo obligacijų pasiūlos ir

paklausos, todėl gali būti didesnė arba mažesnė už nominalinę vertę. Obligacijos kaina priklauso nuo keleto veiksnių. Dabar apžvelgsime vieną iš jų, tačiau, galima sakyti, patį svarbiausią. Tai naujai išleistų to paties laikotarpio ir tokios pat obligacijų rizikos palūkanų norma.

Tarkime, kad jūs turite 1000 dolerių obligaciją, kuri bus išpirkta po 10 metų. Ji duoda 5 procentus palūkanų. Korporacijos parduoda naujas 10 metų obligacijas su 10 procentų palūkanomis, ir tos obligacijos yra tokio pat rizikos laipsnio, kaip jūsų obligacija. Ar kas nors siūlys jums 1000 dolerių už jūsų obligaciją? Žinoma, ne. Investuodami 1000 dolerių į naujas obligacijas, investitoriai gautų 100 dolerių metinių palūkanų, o pirkdami jūsų obligaciją, — tik 50 dolerių. Pirkėją, norintį pirkti jūsų obligaciją, jūs surasite tik parduodami už mažesnę nei 1000 dolerių kainą.

Bet kiek mažesnę? Kad atsakymas būtų paprastesnis, suprastinkime ir problemą, atmesdami obligacijos išpirkimo po 10 metų sąlygą. Dabar įsivaizduokime, kad ji galioja neribotą laiką ir kad palūkanos bus mokamos kas metai, o obligacija niekada nebus išperkama. Na, o kokį pasirinkimą turi obligacijos pirkėjas? Jis gali pirkti naujai išleistą obligaciją už 1000 dolerių ir turėti amžinas 100 dolerių kasmetines palūkanas arba gali pirkti jūsų obligaciją, įsigydamas amžinas 50 dolerių palūkanas. Jis jums už obligaciją pasiūlys tik 500 dolerių, nes už ją gaus palūkanų tik pusę tos sumos, kurią teikia nauja 1000 dolerių obligacija. O dabar įsivaizduokime, kad jūsų obligacijos kupono palūkanos yra 20 procentų. Pirkėjai mielai mokės 2000 dolerių už jūsų obligaciją, nes jie gaus teisę į kasmetinių pajamų — 200 dolerių — srautą. Tai tas pats, lyg jūs būtumėte įsigiję dvi naujas obligacijas po 1000 dolerių. Yra tokia taisyklė: *nuolatinių obligacijų kainos kitimas yra atvirkščiai proporcingas naujai išleistų obligacijų palūkanų normos kitimui.*

Atvirkštinio proporcingumo taisyklė tinka tik nuolatinėms obligacijoms. Norėdami įsitikinti, kodėl taip yra, iškelkime klausimą, ar norėtume mokėti 2000 dolerių už 1000 dolerių vertės obligaciją, kuri bus išpirkta po 5 metų, su 10 procentų palūkanomis, jei vyraujanti naujų penkerių metų obligacijų palūkanų norma yra 5 procentai. Žinoma, ne. Vis dėlto įsivaizduokime, kad užmokėjome. Penkerius metus jums nebus blogiau, negu tuo atveju, jeigu būtumėte pirkę dvi naujas 5 procentų palūkanų obligacijas po 1000 dolerių. Abiem atvejais gautumėte po 100 dolerių palūkanų už 2000 dolerių investicijas. Bet po 5 metų, kai korporacija, išleidusi į apyvartą obligacijas, išpirks jas, mokės už kiekvieną tik po 1000 dolerių, nepriklausomai nuo to, kiek jūs mokėjote už obligaciją. Jeigu pirkote senos emisijos 10 procentų palūkanų obligaciją už 2000 dolerių, jūs patirsite 1000 dolerių nuostolių. Vadinasi, jūs nenorėsite mokėti 2000 dolerių už obligaciją.

KAS SIŪLO, KAS PAGEIDAUJA ĮSIGYTI

Susipažinę su dviem pagrindiniais finansinio turto elementais — akcijomis ir obligacijomis, — panagrinėkime, kas siūlo ir kas pageidauja šio turto. Mūsų ekonomikoje yra 3 pagrindiniai sektoriai: gyventojai, verslas ir vyriausybė. Iš jų visų trijų yra tokių, kurie siūlo vertybinius popierius, ir tokių, kurie jų pageidauja. Apskritai, gyventojai yra tik skolintojai. Skolinasi tik tie, kurie suvartoja daugiau, negu turi pajamų arba kurie perka didelį turtą, pavyzdžiui, namą. Verslo įmonės skolinasi iš gyventojų, bet ir skolina vienos kitoms bei gyventojams. Verslo įmonės ir gyventojai skolina vyriausybei, pirkdami vyriausybės vertybinius popierius. Vyriausybė yra pats didžiausias skolininkas, bet ji yra ir skolintojas. Kai kurios federalinės vyriausybės agentūros, tokios kaip Smulkaus verslo administracija, teikia paskolas tam tikroms grupėms skolininkų, o kai kurie valstijų ir vietinės valdžios pensijų fondai skolina verslo įmonėms.

LĖŠŲ PASIŪLA

Lėšų tiekėjai, aišku, nori kuo didžiausio pelno iš paskolų. Tačiau jie nori ir kuo mažiau rizikuoti. Tai labai aiškus dalykas; vis dėlto detaliau panagrinėkime, kodėl jie nori sumažinti riziką. Kodėl, pavyzdžiui, skolintojai paprastai pasirenka vertybinius popierius, duodančius garantuotas 5 procentų pajamas, o ne tuos, kurių tikimybė, kad duos 30 procentų pajamų, yra 50 procentų ir tokia pat tikimybė, kad duos minus 20 procentų pajamų. Atsakymas paprastas: vadinamoji jų duodamų pajamų **matematinė vertė** yra tik 5 procentai (50% × 30% + 50% × –20%). Viena priežastis yra tai, kad įvertinti vertybinius popierius yra sunkus ir ilgas darbas, o perkant rizikingus vertybinius popierius, reikia visokeriopai juos pasverti; šito, žinoma, visai nereikia, darant saugias investicijas. Antra, daugumai žmonių papildomo pajamų dolerio naudingumas yra mažesnis, kai jų pajamos jau yra didelės, negu tuo atveju, kai jos yra mažos. Vadinasi, žmonėms yra geriau gauti vidutines pajamas, negu žaisti azartišką žaidimą, kuris duoda galimybę gauti arba labai dideles, arba labai mažas pajamas, o matematinė jų vertė prilygsta vidutinėms pajamoms. Trečia, atrodo, tikėtina, kad žmonės nemėgsta netikrumo.

Rizikos prigimtis

Iki šiol gana laisvai vartojome terminą *rizika*. Dabar pažiūrėkime, ką jis reiškia. Ekonomistai jį vartoja ne vien tik nuostolių galimybei reikšti. Juo apibūdinama ir galimybė išlošti, ir galimybė pralošti. Pavyzdžiui, įsivaiz-

duokime tokių savybių obligaciją: nuostolių galimybės nėra, yra 10% galimybė gauti 3 procentus pelno ir 90% galimybė gauti 5 procentus pelno. Ši obligacija yra rizikingesnė už tą, kurios 2% galimybės patirti 2 procentus nuostolių ir 98% galimybės gauti 3 procentus pelno.

Apskritai vertybinių popierių rizikingumą vertiname, remdamiesi jų galimo pelningumo pasiskirstymu apie vidurkį. Vienas rizikos rodiklis, nors ir ne vienintelis, yra vidutinis kvadratinis nuokrypis. Tai tikimybių pasiskirstymas apie vidurkį. Vidutinis nuokrypis apskaičiuojamas taip: nustatomas kiekvienos reikšmės ir vidurkio skirtumas, po to jis pakeliamas kvadratu (dingsta minuso ženklas) ir dalijamas iš reikšmių skaičiaus[1]. Pavyzdžiui, yra numatomas toks obligacijos pelningumas[2]:

Tikimybė (%)	Pelnas (%)
10	– 20
20	– 10
40	5
20	20
10	30

Šios obligacijos laukiamas pelningumo vidurkis yra 5 procentai, o jo vidutinis nuokrypis yra:

$$\frac{[10(-20)^2 + 20(-10)^2 + 40(5)^2 + 20(20)^2 + 10(30)^2]}{100} = 15{,}5.$$

Rizikos rūšys

Lėšų tiekėjas prisiima trijų rūšių riziką. Pirma, tai **įsipareigojimų nevykdymo rizika**. Skolininkas paprasčiausiai gali paskelbti bankrotą, gali susiklostyti jam nepalanki ekonominė padėtis, dėl nesugebėjimo arba nesąžiningumo gali nemokėti nei palūkanų, nei skolos sumos. Kalbant tiksliai, reikia pasakyti, kad bendrovės akcijų pirkėjas nesusiduria su įsipareigojimų nevykdymo rizika, nes bendrovė juridiškai nėra įsipareigojusi jam mokėti. Prie įsipareigojimų nevykdymo rizikos grupės gali būti priskiriama ir rizika, kad bendrovė gaus mažą, nulinį arba net neigiamą pelną.

Kita rizikos rūšis — tai **perkamosios galios rizika**. Paskolos teikėjas rizikuoja, kad grąžintos paskolos realioji vertė, kaip ir per paskolos laiko-

[1] Kvadratinė vidutinio nuokrypio šaknis — tai kitas gerai žinomas dispersijos rodiklis, vidutinis kvadratinis nuokrypis.

[2] Čia pateiktame pavyzdyje nuokrypių nuo vidurkio amplitudė yra simetriška. Gali būti ir kitaip.

tarpį gautų palūkanų realioji vertė, bus mažesnė, negu skolintojas tikėjosi, nes buvo didesnė, negu tikėjosi, infliacija. Tas, kas skolina 1000 dolerių su 5 procentų palūkanomis ir tikisi, kad infliacija bus 3 procentai, laukia 2 procentų realaus pelno. Jeigu infliacija pakyla iki 7 procentų, realusis pelnas yra – 2 procentai.

Trečioji rizikos rūšis — tai **palūkanų normos rizika**, arba **rinkos rizika**. Tai anksčiau aptartoji rizika, kai vertybinio popieriaus kaina nukrinta dėl padidėjusios palūkanų normos. Iš pirmo žvilgsnio kai kam gali kilti abejonių, ar tai tikra rizika, palyginti su kitomis rizikos rūšimis, nes skolintojui nepardavus vertybinių popierių ir sulaukus jų išpirkimo termino, nuostolių nebus. Bet toks požiūris nėra pagrįstas. Pirma, daugelis vertybinių popierių pirkėjų, ypač finansų įstaigos, neplanuoja išlaikyti jų iki išpirkimo dienos. Antra, vertybinius popierius laikyti naudinga tada, kai jauti, jog tai daryti yra saugu. Jeigu kas nors planuoja laikyti vertybinius popierius iki išpirkimo dienos, galimybė juos parduoti, pasikeitus situacijai, padidina savininko saugumą. Tai panašu į tą atvejį, kai žmogus į kelionę pasiima daugiau kelioninių čekių, negu planuoja išlaidų kelionės metu. Trečia, kai kurie žmonės perka obligacijas tikėdamiesi, kad palūkanų normos didės ir jie galės parduoti obligacijas pelningai. Jeigu palūkanų normos nedidėja, o jie išlaiko obligaciją iki išpirkimo termino, uždirba mažiau, palyginti su tuo, ko tikėjosi, ir gerokai mažiau, negu būtų uždirbę, pirkdami kitokį turtą.

Investicijų paketo rizika

Ligi šiol nagrinėjome tik obligacijų pelningumą ir rizikos rūšis. Tačiau daugeliui skolintojų tos ar kitos aktyvų rūšies rizikingumas nėra svarbus dalykas. Jie turi ne vienos rūšies obligacijų, o įvairių vertybinių popierių rinkinį, kuris yra vadinamas **investicijų paketu**. Tai būdinga ne vien finansų įstaigoms, bet ir gyventojams. Daug šeimų turi indėlių (tai finansų įstaigų skolos), gyvybės draudimo sutarčių, namų nuosavybę, patys būdami hipotekiniai skolininkai. Kai kurie turi akcijų ir obligacijų

Tam, kas turi kelių rūšių aktyvų, rizika yra tokia, kokią lemia visas investicijų paketas. Ši **paketo rizika** — tai ne paprasčiausias visų į paketą įeinančių aktyvų rizikos vidurkis. Kad tuo įsitikintume, įsivaizduokime, kad investicijų paketas sudarytas iš dviejų vertybinių popierių rūšių — mašinų gamybos bendrovės ir ekonominės konsultacijos firmos akcijų. Tarkime, kad į konsultacinę firmą daugiau žmonių kreipiasi patarimo prastesniais laikais, o ne tada, kai laikai pagerėja. O mašinų paklausa, atvirkščiai, sunkmečiu yra mažesnė. Jeigu jūs gerai pasirinkote akcijų kiekį abiejose bendrovėse, jūsų investicijų paketo vertė liks vienoda ir gerais, ir prastesniais laikais — jeigu vienos akcijų dalies vertė didės, kitos — mažės. Jeigu jūsų paketo aktyvų tarpusavio koreliacija yra bet kokia teigiama arba neigiama,

tik nelygi +100 procentų, jūsų paketo bendroji rizika skirsis nuo visų aktyvų rizikos rodiklių sumos. *Investicijų paketas, sudarytas iš tokių aktyvų, kuriuos būsimieji įvykiai veikia skirtingomis kryptimis, yra ne taip rizikingas, kaip aktyvai, sudarantys šį paketą.* Iš pirmo žvilgsnio atrodo keista, kad kartais galima sumažinti jūsų investicijų paketo riziką, perkant tokius vertybinius popierius, kurių kiekvienas yra rizikingesnis už jau turimus.

Vienus aktyvus galima panaudoti, norint apsaugoti nuo rizikos kitus. Kiek reikia turėti kiekvienos rūšies aktyvų arba pasyvų, galinčių **apsaugoti** visą paketą nuo rizikos, atsirandančios, pavyzdžiui, dėl bendrojo nacionalinio produkto (BNP) didėjimo, priklauso nuo to, kaip jautriai į BNP didėjimą reaguoja kiekvienas iš jų. Jei tam tikru mastu padidėjus BNP vienų aktyvų kaina sumažėjo 10 procentų, o kitų padidėjo 20 procentų, tai jūs galite visiškai apsisaugoti nuo rizikos dėl BNP didėjimo, turėdami pirmųjų dvigubai daugiau negu antrųjų.

Investicijų paketo valdymas

Ką reiškia skirtumas tarp investicijų paketo ir jį sudarančių elementų rizikingumo? Tai reiškia, kad gudriai tvarkant investicijų paketą, galima turėti rizikingų aktyvų, duodančių didelį pelną, ir išvengti pernelyg didelės rizikos. Štai kodėl daugelis finansininkų gauna tokias dideles algas.

Deja, ne visada įmanoma turėti aktyvų, naudingų atveju *A*, ir kitokių aktyvų, kurių atitinkamas kiekis būtų naudinga, kai atvejo *A* nėra. Kad pavyzdys būtų aiškesnis, pavadinkime atvejį *A* infliacija. Daugelio aktyvų rūšių, tokių kaip obligacijos, realioji vertė krinta, jeigu infliacija didėja. Na, o koks turtas yra naudingas infliacijos metu? Vienu metu buvo paplitusi nuomonė, kad tai yra akcijos, tačiau dėl 1970 metų prastos padėties akcijų rinkoje dabar niekas tuo nebetiki. 1970 metų infliacijos metu nekilnojamasis turtas išlaikė savo vertę, tačiau nėra jokios garantijos, kad taip pasikartos naujos infliacijos metu. Panašiai yra ir su pasaulinio oro atšilimo tendencijomis, arba šiltnamio reiškiniu. Tas, kas turi fermą Kanzase, gali manyti, kad savo turtą apsaugos nuo rizikos, pirkdamas žemės Kanadoje. Tačiau mes neturime pakankamai žinių, kaip šiltnamio reiškinys paveiks vėjo kryptis ir kritulius. Jeigu šiltnamio reiškinys bus stiprus, Kanados fermerių žemės vertė gali nukristi dar daugiau negu Kanzaso žemės. Turtas, saugantis nuo rizikos, gali padėti, bet negali visiškai pašalinti rizikos.

Apsaugoti investicijų paketą nuo rizikos galima ir kitu būdu, ne vien įvairinant aktyvus, bet ir skolinantis. Pavyzdžiui, jūsų alga infliacijos metu nedidėja. Jūs galite, bent jau iš dalies, apsisaugoti nuo rizikos infliacijos metu skolindamasis. Infliacija realiai sumažins ne tik jūsų algą, bet ir jūsų skolas bei mokamų palūkanų realią vertę. Jeigu norint apsaugoti turtą nuo rizikos pasinaudojama skolomis, reikėtų palyginti skolų grąžinimo są-

lygas su to turto duodamomis pajamomis. Įsivaizduokime firmą, statančią įmonę, kurios veikla planuojama 20 metų. Tarkime, kad firma finansuoja statybą, pasiėmusi paskolą tiktai vieneriems metams, ir planuoja grąžinti šią paskolą paėmusi naują paskolą metų pabaigoje. Ši firma rizikuoja dėl palūkanų normos. Kai jai metų pabaigoje teks vėl skolintis, reikės mokėti didesnes palūkanas, ir tos palūkanos gali prašokti įmonės uždarbį. Ir atvirkščiai, jeigu firma būtų pasiskolinusi pinigų, išleisdama 20 metų obligacijų su tvirta palūkanų norma, palūkanų normos didėjimas jai nebūtų turėjęs įtakos.

Investicijų paketo valdymas neapsiriboja vien tik bendrosios rizikos mažinimu, saugant nuo rizikos tam tikras turto rūšis ir skolas. Kiekvienas privalo apsispręsti, kokios rizikos galima imtis, t. y. nustatyti tašką, į kurį sueina du vienas kitam prieštaraujantys tikslai — didžiausias pelnas ir mažiausia rizika. Viena iš galimybių — turėti įvairaus rizikingumo turto. Reikėtų turėti ypač apsaugoto nuo rizikos turto, kuris garantuotų nors minimalias faktiškas pajamas, o labai rizikingas turtas turėtų sudaryti tik mažą dalį. Taip suformavus investicijas, galima būti saugiam ir pajusti azartinio žaidimo malonumą.

Teisė, atsirandanti tam tikromis sąlygomis (arba sąlyginiai įsipareigojimai)

Gerai parinkus aktyvų ir pasyvų struktūrą, galima apsisaugoti nuo investicijų paketo rizikos. Tačiau investicijų paketo rizika yra tik viena iš daugelio rizikos rūšių ir daug kam ne pati didžiausia rizika. Yra rizikos netekti darbo, netikėtai prarasti turtą, susirgti nepagydoma liga ir pagaliau mirti. Žmonės ir firmos nori apsidrausti nuo atsitiktinumų, t. y. gauti pinigų, jeigu iš tikrųjų koks nors netikėtas dalykas atsitiktų. Įprastas tokio apsisaugojimo nuo netikėtumų pavyzdys — gyvybės ir turto draudimas. Nuosavybės dalis pensijų fonde (sukauptų būsimų pensinių išmokų dabartinė vertė) irgi nėra visiškai apsaugota nuo rizikos, nes pensiją bus galima gauti tik tada, jeigu darbuotojas ir kiti turto gavėjai (paveldėtojai) pakankamai ilgai gyvens.

Optimalus investicijų paketas ir vertybinių popierių kainos

Pinigų tiekėjai nori įsigyti tokių aktyvų, kurie duotų didžiausią pelną, o viso investicijų paketo rizika būtų kuo mažiausia. Dalies rizikos, vadinamosios diversifikacijos rizikos, galima nelaikyti svarbiu dalyku, nes jos lengva išvengti, įvairinant aktyvų sudėtį. Faktiškai slegia tiktai nediversifikuota ri-

zika. Tarkime, kad didėjant palūkanų normai, bankų gaunamas pelnas didėja, o nekilnojamojo turto firmų — mažėja. Turint abiejų firmų akcijų, galima apsisaugoti nuo rizikos dėl palūkanų normos kitimo. Todėl pirkdami nekilnojamojo turto firmų akcijų, kurios itin jautriai reaguoja į palūkanų normos kitimą, jūs nereikalausite, kad jų akcijos būtų ypač pelningos. Jeigu taip mano ir kiti, susidarys šių akcijų pasiūlos konkurencija, ir ypač didelių priedų už banko akcijas neturėtų būti.

O dabar įsivaizduokime, kad rizika nediversifikuota, ir visoje akcijų rinkoje yra nuosmukis. Tokios rizikos negalima išvengti įvairinant investicijas ir perkant daug skirtingų akcijų. Imtis tokios rizikos jus galėtų paskatinti didesnis vidutinis akcijų pelningumas negu, tarkim, taupomųjų indėlių pelningumas. Taip paprastai ir būna.

Be pelningumo ir nediversifikuotos rizikos, dar yra ir trečia turto savybė, lemianti jo vertę. Tai likvidumas. Kaip buvo aptarta anksčiau, likvidumą apibūdina trys rodikliai: kaip greitai galima parduoti turtą, pardavimo operacijų išlaidos ir galimybė numatyti turto kainą.

Paskutinis rodiklis — galimybė numatyti turto kainą — leidžia įvertinti riziką. Turto greito pardavimo galimybė irgi yra investicijų rizikos matas, nes pardavimo greitumas yra svarbus tada, kai yra rizikos patirti nuostolių, turto greitai nepardavus. Tačiau nėra jokios rizikos dėl turto pirkimo arba pardavimo išlaidų. Todėl paklausą lemiančias turto savybes galima apibūdinti aiškiau — tai pelningumas ir rizika. Pirkimo ir pardavimo sandėrių išlaidas reikėtų paaiškinti plačiau, neapsiribojant vien už pirkimą arba pardavimą sumokėtų dolerių suma, bet atsižvelgiant ir į įdėtas pastangas. Tokios pastangos yra susijusios su turto savybių tyrimu.

Sandėrių išlaidos gali būti tokios didelės, kad kai kuriems pirkėjams visai neprieinamos. Pavyzdžiui, kai kurie miestiečiai pirktų dirbamos žemės tolimesnėse valstijose, jeigu galėtų rinktis, jų nuomone, geriausią variantą, kad gerai parinktos žemės pelningumas būtų didesnis negu korporacijos akcijų, o rizika ne didesnė. Be abejo, didelėms finansų įstaigoms sandėrių išlaidos paprastai nėra labai svarbu. Šios įstaigos operuoja tokiomis didelėmis dolerių sumomis, kad turtui įsigyti reikalingos ekspertizės ir brokerių darbo apmokėjimo išlaidos tesudaro menką jų pirkinių vertės procentėlį.

Aišku, turto vertė potencialiam pirkėjui padeda nustatyti jo kainą. Turto kainą teigiamai veikia (didina) jo pelningumas, o neigiamai (mažina) — rizika. O kaip atsilieps turto kainai sandėrių išlaidos, priklausys nuo to, ar gyventojai yra stiprus šio turto rinkos veiksnys. Galima ir kitaip paaiškinti: turto pelningumas yra teigiama jo rizikos, o kartais ir sandėrių išlaidų funkcija[3].

Be turto pelningumo, rizikos ir sandėrių išlaidų, turto paklausai turi įta-

[3] Norėdami išsiaiškinti, kodėl šie du teiginiai yra ekvivalentiški, pirmąjį užrašykime taip: K = a + bp – c Rizika; čia K – obligacijų kaina, p – pelningumas. Bet kuriam K atvejui p ir Rizika turi būti atvirkštiniai.

kos dar kiti trys veiksniai. Vienas iš jų — konkurencinio turto pelningumas ir rizika. Antrasis — visuomenės nusiteikimas prisiimti daugiau rizikos mainais už didelį pelningumą. Todėl ten, kur žmonės nemėgsta didelės rizikos, akcijų pelningumas palyginti su vyriausybinių obligacijų pelningumu turi būti didesnis, negu ten, kur žmonės ne taip bijo rizikos. Pagaliau kiekvieno turto paklausa priklauso nuo viso turto atsargų. Kuo didesnė visa žmonių turimo turto suma, tuo didesnė suma ir kiekvieno turto atskirai[4].

PAKLAUSOS SUBJEKTAI

Visuose trijuose pagrindiniuose ekonomikos sektoriuose yra tokių subjektų, kuriems reikia lėšų. Gyventojai ir vyriausybės skolas ima tik tada, kai reikia pinigų. O verslo sektorius susiduria su įdomiu pasirinkimu — ar didinti lėšas skolinantis, ar išleidžiant į apyvartą daugiau akcijų.

Gyventojai (namų ūkiai)

Kaip ir visi skolininkai, gyventojai nori kuo labiau sumažinti skolų išlaidas ir riziką, kurią sukelia teikiamos paskolos. Skolų rizikingumas yra susijęs su jų apmokėjimo laikotarpiu (terminu). Kuo ilgesnis laikotarpis, per kurį žmonės gali sukaupti skolai grąžinti pinigus, tuo mažesnė tikimybė, kad jie nepajėgs skolos grąžinti. Pavyzdžiui, kai kuriems gyventojams gana patogu, kad kas 90 dienų jiems teikiamas papildomas hipotekinis finansavimas.

Skolų rizikingumas priklauso ir nuo to, ar paskolų, pavyzdžiui, hipotekinių paskolų, palūkanų norma yra tvirta, ar kintama. Daugelio hipotekinių paskolų, o tai beveik visos gyventojams teikiamos paskolos, įkeičiant asmeninį turtą, ir vis daugiau kitų paskolų palūkanų norma yra kintama. Tokių paskolų palūkanos periodiškai yra tikslinamos, atsižvelgiant į tuo metu nusistojusias palūkanų normas.

Kuri paskola — su tvirta ar su kintama palūkanų norma — yra rizikingesnė? Iš pirmo žvilgsnio gali atrodyti, kad paskola su kintama palūkanų norma visada yra rizikingesnė, nes skolininkas nežino, kokios bus jo palūkanų įmokos. Bet yra ne taip. Kaip jau anksčiau buvo išaiškinta, viso investicijų paketo problema gali neliesti to ar kito turto arba kurios nors skolos. Pavyzdžiui, kas nors turi 100 000 dolerių vertės trumpalaikių vertybinių popierių ir 100 000 dolerių hipotekinę paskolą. Jeigu skolos palūkanų norma yra kintama, jai didėjant, reikia daugiau mokėti už paskolą, tačiau daugiau duoda ir turimi vertybiniai popieriai. Mažėjant palūkanų

[4] Šis teiginys nėra visiškai tikslus; taip yra tuo atveju, kai kuris nors turtas yra priklausomas nuo visos turto sumos, bet tai nelabai tikėtina.

normoms, investitoriaus pelno sumažėjimą atsvers mažesnės hipotekinės paskolos išlaidos. Vadinasi, hipotekinė paskola su tvirta palūkanų norma būtų rizikinga.

Vyriausybė

Pastaraisiais metais federalinė vyriausybė skolinasi vis dažniau. Jos, kaip skolininko, padėtis yra ypatinga. Pasitikėjimas federaline vyriausybe iš esmės yra neabejotinas. Federalinės vyriausybės vertybiniai popieriai vertinami kaip visiškai nerizikingi. Tai iš dalies priklauso nuo vyriausybės galimybės „daryti" pinigus ir didinti mokesčius, iš dalies nuo įsitikinimo, kad jeigu federalinė vyriausybė kada nors nesilaikytų skolų įsipareigojimo, turėtų žlugti visa finansų sistema ir netektų vertės visas kitas nematerialusis turtas[5]. Valstijų ir vietinė valdžia negali „daryti" pinigų, todėl jų bankrotas nesužlugdytų visos finansų sistemos. Vadinasi, jų vertybiniai popieriai negali būti vertinami kaip visiškai nerizikingi.

Kaip rodo 2.1 lentelė, federalinė vyriausybė turi trumpalaikių ir ilgalaikių skolų. Trumpalaikės skolos sukelia nepatogumų, nes Iždui dažnai reikia parduoti rinkoje naujus vertybinius popierius ir mokėti ankstesnes skolas. Antra vertus, ilgalaikės skolos yra šiek tiek brangesnės negu trumpalaikės, ir Kongresas riboja Iždo galimybes skolintis ilgam laikui.

2.1 lentelė **Federalinių skolų grąžinimo terminų pasiskirstymas 1988 m. rugsėjis**

Skolos, kurias reikia grąžinti po (metų)	Visų skolų dalis (%)
1	33,7
1–5	35,6
5–10	14,9
10–20	4,8
20 ir daugiau	11,0
Iš viso	100,0
Bendrieji duomenys:	
Vidutinis skolų grąžinimo terminas	5 metai ir 9 mėnesiai
Iš viso skolų (mlrd. dolerių)	1 555 208

Šaltinis: Economic Report of the President, 1989, p. 407.

[5] Vyriausybė gali „daryti" pinigus parduodama visuomenei vertybinių popierių, kai Federalinių rezervų sistema po to superka ekvivalentinę sumą vertybinių popierių iš visuomenės. Federalinė rezervų sistema, supirkdama vertybinius popierius ir užmokėdama už juos, sukuria indėlių įstaigoms rezervus. O pastarosios įstaigos šiuos rezervus paskui panaudoja pinigams „daryti". Visa tai gali būti gana neaišku dabar, tačiau bus labai išsamiai išaiškinta 11 ir 12 skyriuose.

Verslas

Skirtingai nuo gyventojų ir vyriausybės, korporacija (firma) gali padidinti savo lėšas ne tik skolindamasi, bet ir išleisdama akcijas. Korporacija taip pat gali reinvestuoti gautą pelną, užuot išdalinusi dividendais — tai beveik tas pats, kaip parduoti esamiems akcininkams papildomas akcijas. Kuriuo iš šių trijų lėšų didinimo būdų naudojasi verslo įmonės?

Paprasčiausiai galima atsakyti taip: firmos sprendimas, ar leisti (kitaip tariant, parduoti) naujų akcijų, ar skolintis, priklauso nuo to, ar palūkanos, kurias teks mokėti už skolą, bus didesnės ar mažesnės už pelną, kurį reikia garantuoti žmonėms, kad jie būtų suinteresuoti pirkti akcijų. Šis pelnas — tai ne vien dividendai, tai ir naujųjų savininkų teisė gauti dalį bet kokio nuosavybės padidėjimo, didinant akcijų vertę. Atsakymas yra paprastas, nors ne visai pakankamas: kadangi daugelis bendrovių moka mažesnes paskolų palūkanas, palyginti su pelnu, kurį tektų skirti naujiesiems akcininkams, jos paprastai renkasi skolinimąsi.

Toks atsakymas yra nepakankamas — čia nepaisoma to, kad papildomas skolinimasis padidina ankstesniųjų skolintojų ir akcininkų riziką. Kaip jau buvo aptarta, kreditoriai turi pirmenybę, palyginti su akcininkais. Firmos akcinis kapitalas veikia kaip kreditorių apsaugos priemonė. Jeigu firma pati finansuojasi, tarkime, 40% reikalingų lėšų pasiskolindama ir 60% — išleisdama akcijas, tai ji gali netekti 60% savo vertės, bet likusios dalies pakaks kreditorių skoloms grąžinti. Ir priešingai, tarkime, kad finansavimo struktūrą sudaro 75% skolų ir tik 25% išleistų akcijų. Šiuo atveju, praradus daugiau negu 25% vertės, firmai neliks pakankamai turto skoloms sumokėti.

Galima ir kitu būdu pažvelgti, kokia rizika atsiranda pasiskolinus — reikia pažiūrėti, kokias išmokas firma daro. Tarkime, kad firma, uždirbanti 10 milijonų dolerių, 8 milijonus dolerių išmoka algoms ir už medžiagas, 1 milijoną dolerių išleidžia palūkanoms ir 1 milijonas lieka pelno. Jeigu firmos pajamos nukrinta iki 9 milijonų dolerių, ji jau neturi pelno, bet dar gali sumokėti palūkanas — būtinus pagal įstatymus mokėjimus. Dabar tarkime, kad ši firma išleido mažiau akcijų, o pasiskolino daugiau, todėl jai reikia mokėti daugiau palūkanų, sakykime, 1,5 milijono dolerių. Tada, sumažėjus pajamoms iki 9 milijonų dolerių, ji jau nebeuždirba pakankamos sumos palūkanoms mokėti, ir jai belieka nebent dar daugiau skolintis arba parduoti dalį turto, arba išleisti papildomų akcijų. Firma krypsta į bankrotą.

Vadinasi, nepriklausomai nuo to, ar firmą vertinsi nuosavojo turto, ar būtinų išmokų rodikliais, kuo ji daugiau skolinasi, palyginti su savo akciniu kapitalu, tuo darosi rizikingesnė. Papildomos rizikos gali atsirasti dėl to, kad akcininkai reikalaus didesnių pajamų iš savo akcijų. Jeigu firmos pajamos nepadidės tiek, kad būtų galima kompensuoti papildomą akcininkų riziką, jos akcijų kainos kris.

Be to, kuo didesnės firmos skolos, palyginti su akciniu kapitalu, tuo didesnė rizika kiekvienam, kas tai firmai skolina. Vadinasi, jeigu firma refinansuoja savo ankstesnes skolas, pavyzdžiui, gaudama naują banko paskolą, arba dar daugiau skolinasi, ji turi mokėti didesnes palūkanas. Taigi, kai firma skolinasi, jos palūkanų išlaidos padidėja didesne suma, negu sudaro palūkanos už naują paskolą. Žinoma, senųjų paskolų palūkanų procentas išlieka tas pats, vadinasi, praeis šiek tiek laiko, kol ateis nauja atsiskaitymo diena, bet kai ji ateis, firmai teks mokėti didesnes palūkanas. Kartais kreditoriai apsidraudžia nuo tokio uždelsimo, įrašydami į paskolos sutartį straipsnį, apibrėžiantį, kiek firma gali skolintis ateityje.

Modiljanio ir Milerio teorema. Kad suprastume šitokių netiesioginių išlaidų už skolas reikšmę, panagrinėkime pagrindinę finansų teoremą, pagal jos autorių Masačūsetso technologijos universiteto mokslininko Franko Modiljanio (Franco Modigliani) ir Čikagos universiteto profesoriaus Mertono Milerio (Merton Miller) vardus vadinamą **Modiljanio ir Milerio teorema**. Ji teigia, kad tam tikromis sąlygomis, kurias trumpai paaiškinsime, firmos akcininkams nėra jokio skirtumo, ar firma finansuojama skolinantis, ar parduodant akcijas. Modiljanio ir Milerio teoremos idėja tokia: kiekviena firma, kaip produktyvi įmonė, turi tam tikras specifines pelno ir rizikos galimybes, ir tos galimybės egzistuoja nepriklausomai nuo jos finansų struktūros. Pavyzdžiui, avalynės fabrikas gali pardavinėti batus, samdyti darbininkus ir pirkti medžiagas tam tikromis kainomis. Šie veiksniai lemia fabriko pelną. Fabrikas susiduria ir su specifine rizika, tarkime, avalynės paklausos sumažėjimu arba pirkėjų skonio pasikeitimu.

Šią riziką patiria firmos kapitalo savininkai ir firmos kreditoriai. Ir vieniems, ir kitiems už riziką turi būti atlyginta. Tobuloje kapitalo rinkoje ir tiems, ir tiems priklauso tokia pat kompensacija už riziką, nes tobuloje rinkoje ribinės pajamos iš rizikos prisiėmimo yra lygios. Jei kas nors imasi didesnės rizikos už kitus, jis imsis rizikingesnių investicijų tol, kol jo ribinis rizikos didinimo nenaudingumas pasidarys toks pat, kaip ir kitų. Jeigu rizikingų investicijų kainos lieka tokios pat, nepriklausomai nuo to, ar akcininkai turi papildomos rizikos, tai ir firmai finansavimas kainuoja tiek pat, nepriklausomai nuo to, ar ji skolinasi, ar parduoda akcijas.

Niekas, net patys Modiljanis ir Mileris netvirtina, kad Modiljanio ir Milerio teorema yra tobula. Ji neatsižvelgia į tai, kad mūsų mokesčių įstatymai subsidijuoja skolas, nes firmos mokamas palūkanas gali atimti iš apmokestinamų pajamų sumos, o dividendų, mokamų akcininkams, atimti iš apmokestinamų pajamų negali. Todėl skolinimosi grynosios išlaidos yra mažesnės už akcijų leidimo išlaidas.

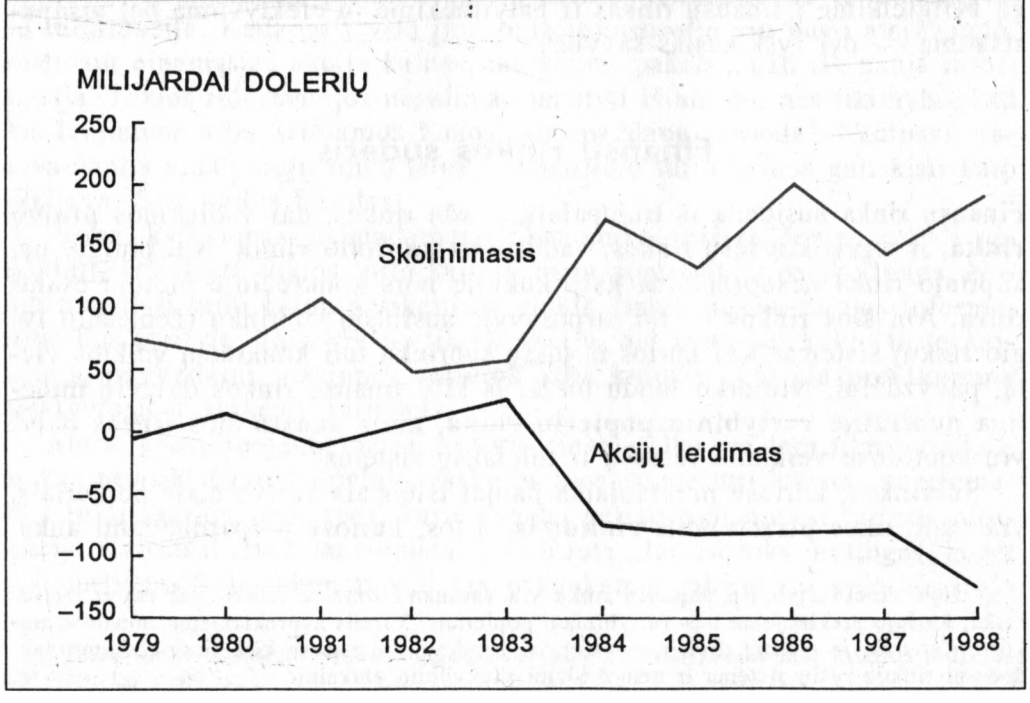
Be to, kapitalo rinkos, kaip ir kitos realios pasaulio rinkos, nėra tobulos, todėl rizikos išlaidos ne visiems yra vienodos. Dėl kapitalo rinkų netobulumo firma turi žiūrėti, ar negresia nelikvidumas, kuris gali sumažinti aktyvų vertę. Tarkime, kad firmos aktyvų vertė yra didesnė už jos skolas, tačiau visi aktyvai, susidedantys iš specializuotos gamybos įrengimų,

yra nelikvidūs. Jeigu firmai reikia parduoti tokį turtą netobuloje rinkoje, ji gali patirti didelių nuostolių arba gali net bankrutuoti. Vis dėlto Modiljanio ir Milerio teorema yra perspėjimas tiems, kurie teigia, kad firma pati turi nuspręsti, kaip finansuotis, paprasčiausiai tik palygindama palūkanų normą, kurią mokėtų paskolos ar obligacijos išleidimo atveju, su pelno procentu naujai išleistų akcijų savininkams.

2.1 diagrama rodo, kaip pastaraisiais metais sprendžiamas pasirinkimo tarp skolų ir akcinio finansavimosi klausimas. Naujų akcijų pardavimo mastas buvo nereikšmingas, o kitas akcinio kapitalo komponentas — nepaskirstytasis pelnas — gerokai didesnis. Tačiau nepaskirstytojo pelno duomenys yra išpūsti ir neatitinka tikro dydžio. Infliacijos metu korporacijų pelnai yra padidinti, nes nepaskirstytasis pelnas yra apskaičiuojamas iš pajamų atėmus dividendus, kurie taip pat yra padidinti.

9 dešimtmetyje korporacijos buvo labiau linkusios skolintis. Viena iš šio reiškinio priežasčių — mokesčių įstatymų pakeitimai. Dėl asmeninių pajamų mokesčių tarifų sumažėjo akcijų naudingumas jų savininkams — galimybė atidėti mokesčių už pajamas iš kapitalo mokėjimą, kol neparduotos akcijos. Be to, kapitalo pajamų mokestis buvo stipriai padidintas. Kadangi labiau tikėtina, kad pajamas duos ne obligacijos, o akcijos, akcijų paklausa, palyginti su obligacijomis, sumažėjo. Kita finansavimo skolinantis paplitimo priežastis — tai, kad vis daugiau bendrovių jungiasi, o kai ku-

2.1 diagrama Nefinansinių korporacijų skolinimasis ir akcijų leidimas



rios iš jų — irgi dėl mokesčių įstatymų pasikeitimų. Bendrovių įsigijimai dažniausiai ir finansuojami iš didžiulių skolų.

Jeigu firma nusprendė skolintis, o ne leisti akcijas, ji turi apsispręsti, ilgam ar trumpam laikui skolintis. Kaip jau esame aptarę, geriausias rizikos mažinimo būdas yra susieti skolų grąžinimo terminus su turto naudingo egzistavimo trukme. Bet jeigu trumpalaikių paskolų palūkanų norma yra mažesnė už ilgalaikių, firmas vilioja trumpalaikės skolos. Galimas ir kompromisas — skolintis, mokant kintamas palūkanas. Tokių paskolų palūkanų norma gali būti mažesnė už tvirtą, nes skolintojas, tarkime, bankas, pats skolinasi iš kitų trumpam ir nori, kad gaunamų palūkanų norma kistų, kaip ir tos palūkanų normos, kurias moka pats bankas.

Žinoma, paskolos su kintama palūkanų norma neapsaugo nuo pavojaus, kad vėliau gali tekti mokėti didesnes palūkanas, nei buvo tikėtasi skolinantis. Bet jeigu palūkanų normos didėjimas atitinka infliacijos procentą, tai firma nors iš dalies apsisaugo nuo rizikos, nes skolintomis lėšomis finansuojamos produkcijos kainos irgi didės.

FINANSŲ RINKOS IR FINANSŲ PASLAUGOS

Išnagrinėję lėšų tiekėjų ir pageidaujančių jų įsigyti finansinius sprendimus, grįžkime prie rinkų ir įstaigų, kurios suveda draugėn pinigų tiekėjus ir jų pageidaujančius. Prieš specifinių įstaigų, veikiančių šiose rinkose, apžvalgą žvilgtelkime į finansų rinkas ir patyrinėkime jų efektyvumą bei visapusiškumą — dvi ryškiausias savybes.

Finansų rinkos sudėtis

Finansų rinka susideda iš trumpalaikių lėšų rinkos, dar vadinamos **pinigų rinka**, ir ilgalaikių lėšų rinkos, vadinamos **kapitalo rinka**. Nei pinigų, nei kapitalo rinka nesuprantama kaip kokioje nors konkrečioje vietoje esanti rinka. Abi šios rinkos — tai tarpusavyje susijusių subrinkų (žemesnio lygio rinkų) sistema. Kai kurios iš tokių subrinkų turi konkrečią veiklos vietą, pavyzdžiui, Niujorko fondų birža. Iš kitų finansų rinkos dalyvių minėtina **nebiržinė vertybinių popierių rinka**, kurią sudaro šios rinkos dalyvių kontorose veikianti teleksų ir telefaksų sistema[6].

Subrinkos, kuriose prekiaujama naujai išleistais vertybiniais popieriais, yra vadinamos **pirminėmis rinkomis**, o tos, kuriose perparduodami anks-

[6] Nebiržinė vertybinių popierių rinka yra vadinama *antrine rinka*. Yra dar ir *tretinė rinka*, kurioje prekiaujama tais vertybiniais popieriais, kuriais neprekiaujama minėtose rinkose. *Ketvirtinėje rinkoje* didieji investitoriai bendrauja vienas su kitu tiesiogiai, nesinaudodami rinkos ryšių sistema ir nemokėdami prekybinio antkainio.

čiau išleisti vertybiniai popieriai, yra vadinamos **antrinėmis rinkomis**. Priešingai negu automobiliai, vertybiniai popieriai nenusidėvi per laiką, todėl niekas nemano, kad būtų negarbinga ar žema pirkti jau kieno nors rankose buvusį vertybinį popierių. Antrinės rinkos operacijų mastas yra daug didesnis už pirminės. Tie patys brokeriai ir dyleriai, kurie prekiauja naujai išleistais, gali prekiauti ir apyvartoje esančiais vertybiniais popieriais.

Efektyviųjų rinkų teorija

Tie, kurie dirba finansų rinkose, paprastai labai gerai išmano savo darbą, todėl dauguma finansų rinkų yra labai kompetentingos. Viena iš ekonomikos teorijų — **efektyviųjų rinkų teorija** — teigia, kad visos palankios galimybės gauti antpelnius (kitaip tariant, pelnus, viršijančius normalų pelno procentą esant tam tikram rizikingumui) greitai pasikeičia. Tai taip aišku, kad kažin ar verta ir kalbėti, bet vis dėlto pasižiūrėkime, ką tai reiškia.

Tai reiškia, kad nustatant finansinio turto kainas, jau būna atsižvelgta į visą įmanomą gauti informaciją. Juk nieko nereiškia toks pasakymas „Pirksiu bendrovės X akcijų, nes žinau, kad ši bendrovė yra didelis monopolistas“. Tokia informacija yra prieinama kiekvienam rinkos dalyviui, be to, ji jau padėjo nustatyti akcijų kainą. Jeigu rinka žino, kurios bendrovės veikla yra efektyvi, tai nereiškia, kad geriau (arba blogiau) bus pirkti efektyviai negu neefektyviai dirbančios bendrovės akcijų.

Be to, beprasmiška planuoti akcijų kainas, remiantis tik retrospektyvine informacija. Kadangi į visą įmanomą informaciją jau buvo atsižvelgta, nustatant einamąsias akcijų kainas, tas kainas pakeisti gali tik nauja informacija. Tokios informacijos negalima numatyti iš anksto, nes tikimybė, kad bus teigiamos arba neigiamos žinios, yra maždaug vienoda[7]. Vadinasi, vadovaujantis efektyviųjų rinkų teorija, finansinio turto kainos gali kisti kaip pakliūva. Štai kelios išvados.

Pirma, kiekvienas, naudodamasis ekonomine analize, lengviau gali paaiškinti, kodėl yra tokios turto kainos, negu numatyti jų pasikeitimus. Norint numatyti turto kainų pasikeitimą, reikia žinoti, kokios naujos informacijos bus ateityje. Taip yra ne tik su akcijų, bet ir su bet kokio turto kainomis, pavyzdžiui, užsienio valiutos arba kviečių, kuriais prekiaujama efektyviosiose rinkose, kainomis.

Antra, spekuliuojant finansinio turto rinkose, kai yra tam tikros rizikos, niekas nesitiki gauti antpelnio, išskyrus tuos, kurie turi kitiems neprieinamos informacijos, arba tuos, kurie sugeba geriau pasinaudoti turima informacija. Tai atsakymas ekonomistui į klausimą „Jei esi toks protingas, kodėl nesi turtingas?“ Jei ekonomistai yra pakankamai informuoti apie bendrojo

[7] Tiksliau, šis tvirtinimas yra teisingas tiktai tada, kai visi naujos informacijos rodikliai yra vienodai svarbūs.

nacionalinio produkto ir kainų kitimo veiksnius, kodėl jie nesutvarko akcijų rinkos? Jie to padaryti negali, nes tą pačią informaciją turi daug žmonių, o ekonomistų žinios jau panaudotos, nustatant akcijų kainas.

Trečia išvada. Apskritai, perkant tam tikro rizikingumo akcijas, galima gauti tokį pelną, kokį profesionalūs akcijų paketo tvarkytojai paprasčiausiai gauna pasirinkdami pakankamai daug įvairiarūšių akcijų. Tai visiškai nereiškia, kad akcijų paketo tvarkytojams trūksta proto. Kaip tik priešingai. Atsitiktinis akcijų pasirinkimas — ne toks jau negudrus; profesionalūs investicijų paketo tvarkytojai daro tai, kas reikia. Jie superka akcijas mažesne kaina, negu jos vertos, ir parduoda brangiau, negu vertos. Todėl akcijų kainų lygis išlieka toks, koks, turint pakankamai informacijos, geriausiai atspindi tikrąją jų vertę.

Tai nereiškia, kad akcijas arba kitas investicijas būtinai reikia parinkti atsitiktinai. Investicijų paketą galima protingai pasirinkti pagal savo asmenines galimybes, tarkime, pagal pageidaujamą riziką. Arba įsivaizduokime, kad jūsų alga priklauso nuo to, kiek parduodama naftos gręžimo įrenginių. Jūs galite norėti paįvairinti akcijų paketą iš tokių gamybos šakų, kaip avialinijų bendrovės, kurios duoda pelno krintant naftos kainoms.

Ar efektyviųjų rinkų teorija reiškia, kad niekas negali nuolat „pasidaryti" daug pinigų, spekuliuodamas finansų rinkoje? Žinoma, ne. Tie, kas geriau už kitus sugeba arba daugiau dirba, gali geriau nei kiti numatyti arba protingiau pasinaudoti žiniomis, nuo kurių priklausys rinka, kurios gali padėti gauti pelno. Tačiau toks pelnas nėra dovana — tai jų darbo atpildas. Žinoma, visada galima gauti daug pelno žymiai lengvesniu būdu — reikia turėti laimę.

Koks gi yra efektyviųjų rinkų teorijos ir aukščiau aptartųjų išvadų patikimumas? Ekonomistai stebi įvairių finansinio turto rūšių, pavyzdžiui, akcijų, užsienio valiutos, kainas, kad įsitikintų, ar tikrai ši teorija veikia. Jų darbo rezultatai rodo, kad efektyviųjų rinkų teorija yra galinga priemonė, kad rinkos apskritai yra efektyvios. Tačiau pasitaiko ir nedidelių išimčių. Pavyzdžiui, yra toks sausio reiškinys. Sausio mėnesį mažų firmų akcijų kainos smarkiai padidėja. Iki šiol to nebuvo galima paaiškinti. Panašiai daug metų buvo ir „Value Line", vienai investicijų konsultacinių paslaugų firmai. Ji sėkmingai prognozavo rinką; jos rekomenduojamų akcijų kainos kilo labiau nei kitų akcijų. Kodėl gi neatsirado pakankamai žmonių, kurie būtų pirkę „Value Line" rekomenduotas akcijas, kad jų kainos vėl nusistotų?

Be to, visiškai aišku, kad konkrečių akcijų kainas galima numatyti tik tam tikru mastu. Duomenys rodo, kad tų akcijų, kurių kainos kyla labai greitai, gali greičiau ir nukristi negu kitų akcijų. O tos akcijos, kurių kainos staigiai krinta, ateityje staigiau negu kitos akcijos gali pabrangti. Tokie pranašavimai nesiderina su efektyviųjų rinkų teorija. Juk spekuliantai, pasinaudoję tokia informacija, galėtų supirkti akcijas, kurių kainos yra nepaprastai sparčiai nukritusios, ir parduoti akcijas, kurių kainos yra nepa-

prastai greitai pakilusios. Jų supirkimas ir pardavimas eliminuotų antpelnį, kurį galima gauti parduodant akcijas, kurių kainos pernelyg greitai padidėjusios, ir perkant akcijas, kurių kainos smarkiai sumažėjusios.

Daug rimtesnis, bet kartu labai diskutuotinas efektyviųjų rinkų teorijos prieštaravimas yra argumentas, kad akcijų rinka yra per daug nepastovi ir kad teoriškai negalima paaiškinti, kodėl per pirmuosius aštuonis metų mėnesius rinkos kainoms pakilus daugiau kaip 40 procentų, vieną dieną nukrinta 22,6 procento. Taip atsitiko 1987 metų spalio 19 dieną[8].

Kai kurie ekonomistai yra įsitikinę, kad tam tikrais momentais akcijų rinkos kainos kyla ir krinta žymiai daugiau, negu būtų galima paaiškinti naujomis žiniomis apie akcijų būsimųjų pajamų dabartinę vertę. Jie mano, kad akcijų rinka kartais būna neracionali ir prašauna pro šalį dėl pernelyg didelio optimizmo arba pesimizmo. Tai problema, dėl kurios daug ginčijamasi.

Finansų rinkos visuma

Racionaliai veikianti rinka reiškia, kad firmos teikia visas finansų paslaugas ir tai joms apsimoka, kad visose pelningose srityse veikia daugybė įvairių finansų įstaigų ir finansų paslaugų firmų.

Kokių rūšių finansų paslaugų galima gauti? Kadangi finansų rinkos yra kompleksiškos, jose yra tokių įstaigų, kurios gali patarti skolininkams ir skolintojams ir veikti kaip jų agentai. Rinkoje turėtų būti ir įstaigų — prekybos tarpininkų bei tiesioginių prekiautojų, suvedančių draugėn skolininkus ir skolintojus. Kitos įstaigos, vadinamieji finansiniai tarpininkai, tarpininkauja skolininkams ir skolintojams. Jie patys skolinasi iš pirminių skolintojų ir šias lėšas naudoja teikdami paskolas galutiniams skolininkams. Pavyzdžiui, taip elgiasi taupymo ir paskolų įstaigos, kai priima žmonių indėlius ir po to teikia hipotekines paskolas. Dar kitos įstaigos leidžia į apyvartą finansinį turtą — vertybinius popierius, kurių reikia įsipareigojimams vykdyti.

Finansų įstaigų įvairovė labai didelė, o kodėl reikia visokių rūšių finansų įstaigų, aišku iš tų specifinių paslaugų, kurias jos teikia. Tai nereiškia, kad šios įstaigos patenkina absoliučiai visus skolininkų ir skolintojų poreikius. Ypač nepakankama yra sąlyginių įsipareigojimų rinka. Pavyzdžiui, Jungtinėse Amerikos Valstijose negalima nusipirkti obligacijų su nurodyto-

[8] Nėra jokios informacijos, paaiškinančios akcijų kainų rinkoje kritimo pradžią. Efektyviųjų rinkų teorijos šalininkai įrodinėja, kad iš pradžių kainos krinta mažiau, bet jas paskui daug labiau numuša techninės priemonės. Jie nesutinka, kad investitoriai turėtų masiškai parduoti akcijas, išsigandę, jog panaudojus naujas valstybinio reguliavimo priemones gali sumažėti jų paklausa.

mis realiomis sąlygomis, kad skolintojas būtų apsaugotas nuo infliacijos[9]. Kitas panašus pavyzdys. Negalima apsidrausti nuo netikėtumų, nes pats draudžiamasis gali sudaryti tokias sąlygas, nuo kurių jis yra apdraustas. Pavyzdžiui, negalite apsidrausti nuo svorio padidėjimo. Gyvybės draudimas niekada neapsaugos tų, kurie patys žudosi. Be to, sąlyginių įsipareigojimų rinkas riboja priešingo pasirinkimo principas — tie, kurie turi specialios informacijos, jog tam tikras įvykis tikrai įvyks, turi ir akstiną draustis. Jeigu draudimo bendrovės tokius žmones eliminuoja, jos arba patiria nuostolių, arba turi didinti draudimo įmokas. Padidinus draudimo įmokas, nubaidomi tie žmonės, kurie nesitiki netikėtų įvykių. Be to, kai kuriais atvejais draudimo bendrovei gali būti per brangu apskaičiuoti, kokią draudimo įmoką nustatyti, nes reikalinga informacija renkama tik dėl kelių draudimo polisų.

Nors sąlyginių įsipareigojimų rinkų labai trūksta, mūsų finansų sistema yra gana tobula ir puikiai veikia. Tai svarbiausias Amerikos ekonomikos sveikatos šaltinis. Nė viena šalis neturi tokios kompleksiškos kapitalo rinkos. Kai kas gali suabejoti, ar tai taip svarbu, nes finansai nėra tokia produktyvi sritis, kaip gamyba, tarkime, plieno pramonė. Bet taip manyti yra klaida. Kapitalo rinka padeda nustatyti, kur bus investuojama, vadinasi, tai yra šalies ekonomikos efektyvumo lemiamas veiksnys.

JAV kapitalo rinkų pokyčius pailiustruokime, apsvarstydami keturias palyginti nesenas naujoves. Viena — tai hipotekos rinkos transformacija. Pagal tradiciją hipotekos rinka buvo labai specializuota rinka ne tik geografiškai, bet ir pagal šias paslaugas teikiančias įstaigas. Nekilnojamasis turtas nėra visiškai vienodas, ir tie skolintojai, kurie reikalauja užstato, privalo patikrinti turtą; todėl paskolas už užstatą pirmiausia teikė vietiniai skolintojai. Vadinasi, greitai kylančiuose rajonuose hipotekos tarifai turėtų būti dideli, o ten, kur augimas nedidelis, jie turėtų būti maži. Be to, hipotekinių paskolų teikimą tam tikru mastu stabdė tame rajone esančių bankų bei taupymo ir paskolų įstaigų ribotos skolinamosios lėšos.

Laimė, atsirado pinigų, kurie padėjo pašalinti šiuos suvaržymus, ir įvairiose vietose esančios hipotekos rinkos buvo sujungtos. Jos pasidarė prieinamos tiems skolintojams, kurie nori turėti užstatą, bet patys neturi galimybės patikrinti turto ir išplėsti hipotekinio kreditavimo. Tarkime, kad taupymo ir paskolų asociacijų vyraujanti palūkanų norma hipotekinėms paskoloms yra 12 procentų, o pensijų fondai gali teikti šias paskolas su 10 procentų palūkanomis, jeigu nebus kokių kliūčių. Tas, kas sugalvos, kaip hipotekines paskolas perkelti iš taupymo ir paskolų asociacijų in-

[9] Jungtinėse Amerikos Valstijose niekas negali išleisti į apyvartą tokią perkamąją galią turinčių obligacijų, nes niekaip neištesėsi tokių įsipareigojimų. Be to, tokios obligacijos dabartinėmis sąlygomis nebūtų geras pirkinys, nes suma, kurią gautume kaip kompensaciją už sumažėjusią perkamąją galią, būtų apmokestinama pajamų mokesčiu. Daug ekonomistų federalinę vyriausybę ragina leisti į apyvartą perkamosios galios neprarandančias obligacijas, o infliacijos kompensacijos sumos neapmokestinti. Tokios obligacijos išleidžiamos D. Britanijoje.

vesticijų paketų į pensijų fondų investicinius paketus, pasidarys didelius pinigus. Viena iš tokių galimybių — paimti 100 000 dolerių hipotekinę paskolą iš taupymo ir paskolų asociacijos, tarkime, už 105 000 dolerių ir suteikti ją pensijų fondui, tarkime, už 125 000 dolerių. (Pensijų fondas gali sumokėti tokią sumą už užstatą, nes gaus aktyvą su 12 procentų palūkanomis.)

Tačiau faktiškai būna šiek tiek kitaip. Finansų įstaiga, tarkime, didelė brokerių firma, superka panašios rizikos hipotekines paskolas iš taupymo ir paskolų asociacijų bei kitų hipotekinių paskolų tiekėjų, susitardama, kad jie ir toliau tvarkys šių paskolų reikalus. Tai reiškia, kad jie tvarkys dokumentaciją, rinks palūkanas ir perves jas brokerių firmai, kuri yra nusipirkusi šiuos užstatus. Po to ši brokerių firma pati išleidžia į apyvartą obligacijas, kurias garantuoja tos hipotekos, kurias ji buvo pirkusi. Šias obligacijas ji parduoda pensijų fondams, draudimo bendrovėms. Kadangi tokie pirkėjai gauna obligacijas, išleistas į apyvartą rimtos brokerių firmos ir garantuotas hipotekomis, o palūkanas surenka ir dokumentaciją tvarko pirminiai hipotekinių paskolų tiekėjai, pirkėjai noriai perka šias obligacijas, nors jų pelningumas ir mažesnis nei apskritai hipotekinių paskolų. Taip brokerių firma gauna pelno. Skolininkai irgi turi daug naudos, nes brokeriai, varžydamiesi dėl hipotekinių paskolų, numuša įprastą jų palūkanų normą. Toks procesas, kai išleidžiami į apyvartą vertybiniai popieriai garantuoti hipotekomis, vadinamas **apsauga**.

Apsauga yra didelis žingsnis į priekį, bet ne paskutinis. Dar vienas žingsnis — tai išplėsti obligacijų, laiduojamų hipotekomis, rinką, leidžiant smulkiems investitoriams, o ne tik milžiniškoms draudimo bendrovėms ir pensijų fondams pirkti tokias obligacijas. Taip buvo padaryta, parduodant šiek tiek tokių palyginti nedidelio 1000 dolerių nominalo obligacijų. Kitas, ne toks akivaizdus žingsnis — tai spręsti problemą, kuri būdinga hipotekomis garantuotoms obligacijoms. Kai hipotekinės paskolos gavėjai grąžina skolas, iš jų gautos sumos panaudojamos apyvartoje esančių obligacijų daliai išpirkti. Hipotekinių paskolų gavėjai linkę grąžinti savo skolas, kai palūkanų normos mažėja. Tada jie gali papildomai skolintis jau mažesnėmis palūkanomis. Vadinasi, obligacijų savininkams šiek tiek jų įmokėtų pinigų sugrįžta jau tuo metu, kai, darant naujas investicijas, sumažėja palūkanų normos ir jų palūkanų pajamos. Brokeriai sugalvojo išradingą atsakymą — išleido dvi skirtingas obligacijų rūšis prieš hipotekininkų grupuotę. Kai prieš laiką grąžinamos hipotekinės paskolos, gautas lėšas jie pirmiausia panaudoja tik vieno tipo obligacijoms išpirkti. Vadinasi, hipotekomis garantuotų obligacijų pirkėjai, norėdami sumažinti riziką, tenkančią jiems dėl priešlaikinio tokių obligacijų išpirkimo, paaukodami dalį pelno, gali pirkti tokias obligacijas, kurios prieš laiką išperkamos vėliausiai.

Apsauga yra paplitusi šalia hipotekų rinkos. Visos tokios paskolos, kaip studentų paskolos, paskolos automobiliams, laivams pirkti ir tam tikros verslo paskolos, dabar yra garantuojamos hipotekomis. Apsaugos proceso plė-

tojimąsi riboja vien tai, kad pirminės paskolos turi būti labai gerai įvertintos (standartizuotos), kad obligacijų, garantuotų šiomis paskolomis, pirkėjai galėtų jaustis saugūs.

Kitas rinkos naujovių pavyzdys — atsirado vertybinių popierių su sąlyginėmis palūkanų normomis. Įsivaizduokime, kad jūs turite tokį vertybinių popierių paketą, kurio vertė krinta, kai kyla rinkos palūkanų normos, o mano vertybinių popierių paketo vertė tokiu atveju kyla. Mums abiem būtų daug geriau, jeigu jūs suteiktumėte man paskolą, kurios palūkanų norma būtų tokia, kuri didėtų, kai apskritai palūkanų normos mažėja. Taip mes abu apsaugotume savo vertybinių popierių paketus nuo rizikos. Šiuo metu galima pasirinkti daug variantų savo palūkanų normai apsaugoti. Galima nusipirkti vertybinių popierių, kurių palūkanų norma kyla tada, kai tam tikros užsienio valiutos vertė dolerio atžvilgiu kyla. Bankas gali pardavinėti net indėlių sertifikatus, kurių palūkanos kinta atvirkščiai negu akcijų rinkos indeksai. Taip galima apsisaugoti nuo rizikos tada, kai rinkos rodikliai blogėja.

Dar vienas rinkos pasikeitimų pavyzdys — **palūkanų normų sukeitimai**. Bendrovė, kuri turi skolų ir moka kintamas palūkanas, dabar gali pageidauti skolų su tvirtomis palūkanomis. O kitos bendrovės padėtis gali būti visiškai priešinga. Todėl bankas gali su šiomis bendrovėmis susitarti ir sukeisti jų palūkanų mokėjimus. Panašūs sukeitimai gali būti daromi firmoms, kurios moka palūkanas skirtinga užsienio valiuta.

Pagaliau paskutinis pavyzdys — **obligacijų perkirpimas**. Ilgalaikės vyriausybinės obligacijos gali duoti didelį pelną arba nuostolį. Todėl jos daugeliui investitorių atrodo patrauklios, o kitus, kurie norėtų gauti stabilų pelną ir išvengti rizikos, baugina. Taigi brokeriai, nupirkę ilgalaikių vyriausybinių obligacijų, paskui vienam klientui parduoda teisę gauti obligacijos investicijų pelną (arba nuostolį), o kitam — teisę gauti tvirtas obligacijų palūkanas.

Privačių finansų įstaigų rūšys

Kadangi finansų įstaigos užsidirba palaikydamos ryšius tarp skolininkų ir skolintojų, viena iš jų atliekamų funkcijų yra teikti informaciją. Paprastai skolininkai ir skolintojai vienas kito nepažįsta. Be to, skolininkai nežino, kokių teisių tikisi skolintojai už savo lėšas, o skolintojai nežino, kokias teises jie gali pirkti. Toliau. Daugelis skolintojų ir skolininkų nėra susipažinę su įvairių reikalavimų teisiniais aspektais. Tik nedaugelis žmonių žino, kaip sudaroma hipotekinės paskolos sutartis. Kita finansų įstaigų funkcija — sumažinti riziką; mat skolintojams reikia mokėti daugiau, jeigu yra didesnės rizikos tikimybė. Trečioji funkcija — imtis sąlyginių įsipareigojimų, kad skolintojai, kuriems reikia tokių teisių, jaustųsi saugūs.

2.2 lentelė Privačių finansų įstaigų rūšys

	Funkcijos			
	agentai	mažmenininkai	indėlių įstaigos	draudėjai
Akcijų brokeriai	X			
Investiciniai bankai	X	X		
Vertybinių popierių dyleriai	X	X		
Privatūs pensijų fondai	X			X
Savitarpio fondai	X			
Pinigų rinkos savitarpio fondai	X		X*	
Gyvybės draudimo bendrovės	X	X		X
Draudimo nuo nelaimingų atsitikimų bendrovės				X
Finansų bendrovės		X		
Komerciniai bankai			X	
Taupymo ir paskolų asociacijos			X	
Savitarpio taupymo bankai			X	
Kredito sąjungos			X	

* Tiksliau, pinigų rinkos fondai nėra indėlių įstaigos, tačiau savo funkcijomis jie panašūs.

2.3 lentelė Finansų įstaigų didumas. 1988 m. IV ketvirtis

	Iš viso turto (mlrd. dol.)	Procentai
Indėlių įstaigos:		
komerciniai bankai	2940	61,9
taupymo ir paskolų asociacijos	1350	28,4
savitarpio taupomieji bankai	263	5,5
kredito sąjungos	194	4,1
iš viso	4747	100,0
Kitos įstaigos:		
pensijų fondai:		
privatūs	1123	26,3
valstijų ir vietinės valdžios	609	14,3
draudimo bendrovės:		
gyvybės	1117	26,2
kitos	449	10,5
savitarpio fondai	475	11,1
pinigų rinkos savitarpio fondai	338	7,9
vertybinių popierių brokeriai ir dyleriai	153	3,6
iš viso	4264	100,0

Šaltinis: Board of Governors, Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts. — Quarterly Levels. 1989, kovas, p. 22–29.

2.2 lentelėje išvardytos svarbiausios finansų įstaigų rūšys ir jų funkcijos, o 2.3 lentelės duomenys rodo kai kurių iš šių įstaigų didumą. Visos šios finansų įstaigos yra grupuojamos į tokias grupes: agentai, mažmenininkai, indėlių įstaigos ir draudėjai, kitaip tariant, sąlyginių įsipareigojimų leidėjai. Kai kurios įstaigos patenka į kelias grupes. Agentais vadiname tas įstaigas, kurios apsiima atlikti tam tikras užduotis skolininkams arba skolintojams, pavyzdžiui, pataria pirkti arba parduoti vertybinius popierius. Mažmenininkai — tai tokios firmos, kaip Merilio Linčo (Merrill Lynch), kurios aptarnauja gyventojus. Kiekvienam yra suprantamos draudėjų paslaugos. Tačiau finansų paslaugas reikia aptarti plačiau.

Finansų tarpininkai

Tokios firmos, kaip bankai, kurių veikla finansų sistemoje yra susijusi su tarpininkavimu, vadinamos **finansų tarpininkais**. Jie leidžia įsipareigojimus (pavyzdžiui, taupymo ir paskolų asociacijos priima ir indėlius) ir panaudoja lėšas, kurias gauna mainais už šiuos įsipareigojimus paskoloms teikti. Kodėl gi ši veikla yra naudinga? Finansų tarpininkai duoda tokią naudą: 1) sumažina sandėrių išlaidas, 2) padidina ilgalaikių paskolų likvidumą, 3) sumažina riziką.

Norėdami pamatyti, kaip finansų tarpininkai sumažina informacijos ir sandėrių išlaidas, panagrinėkime tokį pavyzdį. Tarkime, korporacija nori pasiskolinti 10 milijonų dolerių. Kadangi nedaug žmonių gali suteikti 10 milijonų dolerių paskolą, korporacija laksto ir skolinasi, tarkime, vidutiniškai po 10 000 dolerių iš tūkstančio žmonių. Žmonės iš anksto nežino, kad korporacija norėtų skolintis iš jų, todėl korporacija susiranda juos tik labai reklamuodamasi. Tada korporacija dar turi įtikinti būsimuosius skolintojus, kad ji yra patikimas skolininkas. Finansų tarpininkas, tarkime, taupymo ir paskolų asociacija, įkurtas kaip tik tam, kad surinktų ir sukauptų daugelio smulkių indėlininkų lėšas. Asociacija nebūtinai turi pranešti tiems žmonėms, kad ji nori jų pinigus skolinti kitiems, kas kreipiasi paskolos. Žmonės jau žino, kad tokios įstaigos norėtų jų pinigų. Be to, kadangi indėliai yra apdrausti, žmonėms nereikia aiškintis, kur eina jų kreditai. Žinoma, finansų tarpininkai patys seka paskolintus pinigus, tačiau eksperto analizė yra žymiai pigesnė negu tūkstančiai mėgėjų tikrinimų.

Antra, finansų tarpininkai yra naudingi ir todėl, kad jie sukuria likvidumą, sudarydami skolintojams galimybes skolinti trumpam laikui, o skolininkams skolintis ilgam laikui. Kaip buvo aptarta, apskritai skolininkai pageidauja skolintis ilgesniam laikui, negu skolintojai nori paskolinti.

Tai ir yra finansų tarpininkų veiklos sritys. Nors ilgalaikėms paskoloms naudojamos indėlininkų lėšos, bankas arba taupymo ir paskolų asociacija gali pažadėti grąžinti indėlius bet kuriuo metu. Jeigu tų smulkių indėlinin-

kų yra daug ir jų sprendimai atsiimti indėlius vienas nuo kito nepriklauso, gana lengva numatyti, kaip pasiskirstys indėlių atsiėmimai tam tikromis dienomis, ir laikyti nedidelį, bet būtiną rezervą indėliams atsiimti. Normaliomis sąlygomis sprendimas dėl indėlio atsiėmimo priklausys daugiausia nuo kiekvieno indėlininko materialinės padėties, pavyzdžiui, jeigu nusprendžiama pirkti didelį pirkinį. Vadinasi, normaliomis sąlygomis galima tikėtis, kad įvairūs indėlininkai elgsis nepriklausomai vienas nuo kito, taigi veiks didžiųjų skaičių dėsnis. Tačiau ne visada susiklosto tokia palanki padėtis. Pavyzdžiui, žmonės pradeda baimintis, kad bankai arba kitos finansų įstaigos gali bankrutuoti. Tada jie masiškai bando atsiimti savo indėlius. O finansų tarpininkai gali neturėti pakankamai pinigų, kad galėtų visus indėlius atiduoti. 1934 metais federalinė vyriausybė pradėjo drausti indėlius, o ligi tol Jungtinėse Amerikos Valstijose daug kartų kilo finansinė panika, daug bankų žlugo.

Trečia, finansų tarpininkai naudingi ir tuo, kad sukaupdami daug paskolų, sumažina skolintojų riziką. Tarkime, kad nėra finansų tarpininkų, o yra 100 skolintojų, teikiančių po vieną paskolą. Įsivaizduokime, kad tik 99 paskolos bus grąžintos. Kiekvienas skolintojas bijos, kad tas nelaimingasis gali būti jis. Na, o kai skolintojai sukrauna savo pinigus į krūvą, kiekvienas skolintojas praranda 1 procentą savo paskolos, išvengia rizikos patirti didelių nuostolių mainais už priimtiną tikrai mažą nuostolį. Vadinasi, sukaupdami indėlininkų pinigus, finansų tarpininkai sumažina riziką, kuri gresia kiekvienam.

Finansų tarpininkų rūšys

Finansų tarpininkų yra 2 rūšys: indėlių ir neindėlinės įstaigos. **Indėlių įstaigos** leidžia savo įsipareigojimus, įvertintus doleriais. Tai mūsų įprastiniai indėliai iki pareikalavimo, PP sąskaitos* ir terminuotieji indėliai. Indėlių įstaigos yra 4 rūšių: komerciniai bankai (paprastai vadinami bankais), taupymo ir paskolų asociacijos, savitarpio taupomieji bankai ir kredito sąjungos. Kadangi šios įstaigos yra pagrindiniai mūsų pinigų tiekėjai, jos yra ypač reikšmingos. Taigi joms paskirsime ištisus 2 knygos skyrius — 5 ir 6. **Neindėlinių įstaigų** pavadinimu apibūdinamos įstaigos, kurios teikia finansų paslaugas kitiems. Tam tikros firmos, žinoma, gali atlikti kelių rūšių finansų įstaigų funkcijas. Pavyzdžiui, kai kurie akcijų brokeriai dirba su savitarpio akcijų fondais, pinigų rinkos savitarpio fondais, gali atlikti ir vertybinių popierių dylerio pareigas.

---

* PP — perleidžiamasis pavedimas (angl. negotiable order of withdrawal — NOW) — palūkanas duodanti taupomoji sąskaita bet kurioje indėlių įstaigoje. Jos savininkas gali perleisti sąskaitoje laikomas lėšas nurodytam subjektui, pasiųsdamas indėlių įstaigai perleidžiamąjį pavedimą, visiškai analogišką čekiui. — Vert. past.

Akcijų brokeriai savo klientams perka ir parduoda vertybinius popierius už komispinigius. Be to, daugelis akcijų brokerių savo klientams teikia patarimus dėl investicijų. Pats investitorius tiesiogiai negali vertybinių popierių pirkti arba parduoti biržoje, bet turi tai daryti per brokerį, kuris yra biržos narys.

Investicijų bankai, dar vadinami *prekybos bankais*, iš esmės nėra bankai; jie nepriima indėlių. Šių Volstryto firmų prototipų veikla — patarimai bendrovėms, norinčioms išleisti į apyvartą daugiau akcijų arba kitų vertybinių popierių. Investicijų bankai arba dažniausiai bankų grupės, vadinamos sindikatu, perka iš bendrovės šias akcijas ir tikisi pelningai parduoti*. Investicijų bankai gali veikti ir kaip bendrovės agentai ir gauti komispinigius už tai, kad bendrovės vardu parduoda akcijas. Be to, investicijų bankai gauna solidžių pajamų patardami firmoms, kaip sudaryti sutartis, susijungiant kelioms įmonėms arba įsigyjant kontrolinį akcijų paketą.

Vertybinių popierių dyleriai yra gana panašūs į brokerius. Tačiau jie nėra tik pirkėjų ir pardavėjų agentai. Jie laiko vertybinių popierių atsargas, nors ši veikla sudaro labai mažą jų atliekamų operacijų dalį. Bendraudami su pirkėjais, jie kartais parduoda pageidaujamus vertybinius popierius ir iš savo atsargų. Vertybinių popierių dyleriai veikia tik antrinėje rinkoje. Tuo jie skiriasi nuo investicijų bankų darbuotojų, kurie dirba pirminėje rinkoje.

Privačius pensijų fondus administruoja gyvybės draudimo bendrovės, bankai arba specialiųjų pensijų fondų valdytojai. Dabar daug korporacijų moka pensijas savo darbuotojams. Tam jie sudaro keletą fondų. Nors daugelis fondams skiria palyginti nedaug lėšų ir planuoja pensijas mokėti daugiausia iš būsimo pelno, tačiau tokie pensijų fondai susikaupia labai greitai. Įstaigos, turinčios pensijų fondus, daugiausia laiko obligacijas ir korporacijų akcijas.

Savitarpio fondai — tai firmos, kurios gautas iš klientų lėšas investuoja į daugybės bendrovių vertybinius popierius. Daugiausia investuojama perkant akcijas, bet yra ir savitarpio obligacijų fondų. Savitarpio fondai sudaro galimybes smulkiems investitoriams paįvairinti savo investicijas daugelyje bendrovių ir išvengti didelių brokerinių išlaidų, perkant mažai, bet įvairių akcijų. Savitarpio fondus valdo profesionalai, ir akcijos perkamos bei parduodamos, vadovaujantis jų nuomone. Tačiau efektyviosios rinkos teorija skelbia, kad apskritai profesionalai negali atlikti visų rinkos funkcijų, ir duomenys tai patvirtina. Vadinasi, kai kurie savitarpio fondai sutaupo išlaidų tiktai pirkdami vertybinių popierių paketą, kurio sudėtis atspindi rinką, bet palieka jo savininką toliau veikti savo galva. Kadangi savitarpio fondai teisiškai priklauso žmonėms, investavusiems į juos savo pinigus, tai ir gautas pelnas išmokamas investitoriams. Iš šio pelno atskaitomos išlaidos,

* Ši veikla angliškai vadinama underwriting; tai reiškia — vertybinių popierių supirkimas iš leidėjų ir pardavimas galutiniams pirkėjams. — Vert. past.

kurias moka investitoriai už bendrovės valdymą. Vadinamieji *fondai su paslaugų apmokėjimu* pirkėjams irgi brangiai kainuoja. Yra ir tokių fondų, kuriems investitoriai papildomai vertybinių popierių pirkimo ir pardavimo išlaidų nemoka. Tačiau kai kurie fondai, kurie skelbiasi nereikalaują papildomai mokėti už paslaugas, faktiškai išskaičiuoja šiuos mokesčius, kai investitorius grąžina (t. y. parduoda) savo akcijas.

Pinigų rinkos savitarpio fondų veikla yra panaši į aukščiau aprašytų savitarpio fondų, išskyrus tai, kad šie superka ypač saugius ir labai likvidžius trumpalaikius vertybinius popierius, pavyzdžiui, iždo vekselius arba banko indėlių sertifikatus, o ne akcijas bei obligacijas. Kadangi jų aktyvai yra labai saugūs ir likvidūs, tai palūkanų, gaunamų už akcijas pinigų rinkos fonduose, paprastai pakanka apmokėti bet kokiems kapitalo vertės praradimo nuostoliams. Vadinasi, tas, kas įneša, tarkime, 1000 dolerių į pinigų rinkos fondą, gali būti tikras, kad jo sąskaitoje tikrai yra mažiausiai 1000 dolerių. Todėl pinigų rinkos fondai klientams leidžia išrašyti čekius iš savo sąskaitų. Tačiau norint išvengti smulkių čekių operacijų išlaidų, paprastai tokios operacijos apribojamos minimalia suma, pavyzdžiui, 500 arba 1000 dolerių. Todėl pinigų rinkos fondai labai panašūs į indėlių įstaigas, ir nors jie taip nevadinami, galima ginčytis, kad tai tokios pat įstaigos.

Gyvybės draudimo bendrovės teikia keletą finansų paslaugų. Jos parduoda terminuotąsias draudimo sutartis, kurios ir yra tikrosios draudimo sutartys, kitokius draudimo polisus, turinčius ir taupymo elementų, kaip ir metinę rentą (garantuotas išmokas, kurios prasideda, kai sukanka nustatytas amžius. Tokios išmokos dažniausiai mokamos pensininkams). Šios bendrovės administruoja ir pensijų fondus. Kadangi joms priklauso ir paprastasis draudimas, ir kasmetinė renta, jos moka ir sąlygines išmokas. Jeigu draudimo sutartyje numatyta taupymo elementų, šios bendrovės, investuodamos laikinai nenaudojamus pinigus, veikia kaip taupytojų agentai, jeigu tai savitarpio fondai, arba kaip investicijų mažmenininkai, jeigu tai yra akcinės bendrovės (t. y. akcininkams priklausančios bendrovės). Kadangi draudimo bendrovių įsiparcigojimai yra ilgalaikiai, jos investuoja pirmiausia į nelikvidų turtą — ilgalaikes korporacijų obligacijas, hipotekas ir akcijas.

Draudimo nuo nelaimingų atsitikimų bendrovės draudžia nuo nelaimingų atsitikimų, gaisrų, vagysčių ir kitokių nelaimių. Kai kurie įvykiai, nuo kurių jos draudžia, pavyzdžiui, automobilių avarijos, būna dažni, todėl įsipareigojimus galima iš anksto planuoti. Tuo tarpu draudimas nuo uragano susijęs su nereguliariais, beveik neprognozuojamais nuostoliais. Kad galėtų atlyginti tokius nuostolius, draudimo nuo nelaimingų atsitikimų bendrovės kartais sudaro sindikatus, o šie turi dideles finansinio turto atsargas — turi aktyvų, kurie yra likvidesni negu gyvybės draudimo bendrovių. Kai kurios iš tokių bendrovių turi savitarpio fondų statusą, o jų nariai yra draudimo sutarčių savininkai. Kitos yra akcinės bendrovės, o tai reiškia, kad firmos savininkai ne visada yra jos draudimo sutarčių savininkai.

Finansų bendrovės — tai finansiniai mažmenininkai. Lėšų jie įsigyja didmeninėje rinkoje, daugiausia pardavinėdami ilgalaikius ir trumpalaikius vertybinius popierius ir leisdami akcijas arba skolindamiesi iš bankų. Po to šias lėšas finansų bendrovė skolina žmonėms, kurie perka ilgalaikio vartojimo prekes arba nori gauti piniginę paskolą. Šios bendrovės dar teikia paskolas firmoms, nuomoja joms įrengimus ir teikia paskolas, prisiimdamos sau firmų klientų įsiskolinimą (vadinamąjį **faktoringą**). Kai kurios finansų bendrovės, tokios kaip „General Motors", yra ilgo vartojimo prekių gamintojos.

Vyriausybinės kredito žinybos

Privačias finansų įstaigas papildo vyriausybės remiamos kredito žinybos. Jų tikslas — palaikyti privačias rinkas, tiekiant daugiau kreditų arba mažinant palūkanų normas tam tikruose ekonomikos sektoriuose. Tokie labiausiai skatinami sektoriai yra gyvenamųjų namų statyba ir žemės ūkis, nors naudinga pritaikyti vyriausybines kredito priemones ir kitur — koledžų studentams bei smulkiam verslui. Federalinės vyriausybės remiamos kredito žinybos iš viso turi apyvartoje esančių paskolų daugiau kaip 700 milijardų dolerių, ir beveik trys ketvirtadaliai šios sumos — gyvenamųjų namų statybai suteikti kreditai.

Svarbiausios federalinės kredito žinybos, teikiančios paskolas namų statybai, yra **Federalinė nacionalinė hipotekos asociacija, Vyriausybinė nacionalinė hipotekos asociacija, Federalinė gyvenamųjų namų hipotekos kredito korporacija**. Šios žinybos parduoda vertybinius popierius ir gautas lėšas naudoja hipotekos rinkoje. Kadangi paplitusi nuomonė, kad federalinė vyriausybė neleis šioms agentūroms žlugti, jos gali parduoti vertybinius popierius su mažesnėmis palūkanų normomis, ir tai įgalina teikti pigias lėšas hipotekos rinkai. Svarbiausios federalinės kredito žinybos, kredituojančios žemės ūkį — tai trys dvylikos regioninių bankų sistemos: **kooperatyvų bankai, federaliniai paramos kredito bankai** ir **federaliniai žemės bankai**. Kai 1987 metais keletas federalinių žemės bankų buvo bebankrutuoją, Kongresas laidavo už juos, ir išoriškai atrodė, kad vyriausybei tai nieko nekainavo. Kas kita, ar bus įrodyta, kad iš tiesų nieko nekainavo.

Federalinė vyriausybė garantuoja ir draudžia ir paskolas. Tipiški tokių paskolų pavyzdžiai — hipotekinės paskolos, kurias garantuoja arba apdraudžia **Federalinė gyvenamųjų namų statybos administracija** bei **Veteranų administracija**, ir studentų paskolos. Tačiau vyriausybė, saugodama nuo bankroto, garantuoja ir dideles Kraislerio (Crysler) korporacijos paskolas bei Niujorko miesto skolas.

Kodėl vyriausybė imasi kredituoti? Viena priežastis — plačiai paplitusi (nors gal ir abejotina) nuomonė, kad gyvenamųjų namų nuosavybė yra remtinas vertingas nacionalinis turtas. Kita priežastis — fermerių pretenzijos, kad privačios kredito agentūros nepatenkina jų teisėto lėšų pareika-

lavimo. Trečias motyvas — tam tikrų įtakingų grupių, norinčių gauti pigesnių kreditų, politinė jėga. Pagaliau kreditavimo subsidijavimas, garantuojant paskolas, vyriausybei, norinčiai išplėsti pagalbą, atrodo esąs pats pigiausias būdas; priešingai negu tiesioginės subsidijos, vyriausybės garantija ne tuoj pat atsispindi biudžete, ne iš karto sukelia deficitą. Kai pagaliau garantijų prireiks, tada išlaidos pasirodys biudžete, bet tai ne šios dienos, o ateities problema.

VYRIAUSYBINIS FINANSŲ RINKŲ REGULIAVIMAS

Finansų aparatas veikia pagal taisykles, kurios turi apriboti kreditorių apgaudinėjimą ir jų nuostolius. Federalinė vyriausybė nustato griežtas taisykles, kaip naudotis vidine* informacija, prekiaujant akcijomis, bei reikalavimus akcijoms ir obligacijoms parduoti. O valstijos stengiasi garantuoti draudimo bendrovių patikimumą.

Bet žymiai griežčiau reguliuojamos indėlių įstaigos, bankai, taupymo ir paskolų asociacijos, savitarpio taupymo fondai bei kredito sąjungos. Dabar supažindinsime su plačiai paplitusiu tokio reguliavimo atveju, o toliau šioje knygoje dėl to iškelsime dar keletą klausimų.

Griežtos taisyklės yra nustatytos indėlių įstaigoms dėl keleto priežasčių. Viena iš jų — **klientų neišmanymas**. Konkurencijos sąlygomis norėdamas turėti naudos, pirkėjas privalo mokėti įvertinti produkto kokybę pagal jo naudingumo laipsnį. Priešingu atveju laimės įvairūs gamintojai, siūlydami prastos kokybės produktus žemomis kainomis. Vartotojai daugumos produktų kokybę gali vertinti vienu iš dviejų būdų arba abiem kartu. Vienas būdas — išbandyti. Tarkime, jie nusiperka litrą pieno iš naujos pieninės. Jeigu tas pienas nepatinka, ne kažin ką jie ir praranda. Kitas būdas — įvertinti prekės kokybę prieš perkant. Pavyzdžiui, galima nepirkti automobilio, kuris atrodo nepatvarus.

Deja, nė vienu iš šių būdų negalima pasinaudoti, kai reikia nuspręsti, ar pirkti finansų rinkos tarpininko deponavimo paslaugas. Visų pirma, daugumą žmonių naudojasi finansų tarpininkais, norėdami būti saugūs ir nepatirti nuostolių. Deja, bandymas čia ne ką padeda. Kai bankas sužlunga, indėlininkai supranta, kad nereikėjo jam patikėti savo pinigų, tačiau būna jau per vėlu[10].

---

* Skelbiama ir visiems prieinama yra tik išorinė informacija. — Vert. past.

[10] Indėliai — ne vienintelis pavyzdys, kai reikia daug išlaidų, norint techniškai įvertinti sunkiai pasveriamą kokybę. Taip yra ir su gyvenamaisiais namais. Yra vyriausybės nustatytos taisyklės (pastatų standartai) ir saugumo bei sveikatos reikalavimų rodikliai, bet jie pirkėjams sunkiai suprantami. Jeigu tokių vyriausybės nustatytų taisyklių nebūtų, pirkėjai pasikliautų privačiais gyvenamųjų namų kokybės specialistais ir namo savininko dokumentais. O sužlugusio banko dokumentai yra menka paguoda indėlininkui, be to, pastatus specialistui įvertinti yra lengviau negu banką.

O kitas gaminių vertinimo metodas, tikrinant, ar jis patvarus ar ne, visai netinka finansų tarpininkui vertinti. Norint įvertinti banko arba kito finansų tarpininko pajėgumą, reikia daug pastangų ir žinių. Vien tik buhalterinio balanso peržiūrėjimas nieko neduoda. Indėlininkai, matydami įrašą, pavadintą „paskolos", negali pasakyti, ar tos paskolos yra suteiktos patikimam ar rizikingam skolininkui.

Gyva bėda, kad finansų tarpininkai yra linkę pirkti indėlininkų ir visos ekonomikos požiūriu rizikingus aktyvus. Taip yra ne dėl to, kad finansų tarpininkas norėtų blogo, bet dėl to, kad rizikinga paskola duoda papildomų palūkanų, kurias ir moka skolininkas. (Indėlininkas, nežinodamas, kad finansų įstaiga imasi tokios rizikos, nereikalauja didesnių palūkanų.) Tačiau finansų įstaiga neprisiima visų galimų nuostolių, nes neapdraudus indėlių, nuostolius patiria ir indėlininkas. Taigi, jeigu indėlininkas prisiima dalį rizikos, rizikos išlaidos finansų įstaigai ir indėlininkui sudėjus kartu yra didesnės už rizikos išlaidas, kurios tektų vienai finansų įstaigai. Tačiau spręsdama, kiek rizikos prisiimti, indėlių įstaiga nusistato ribines pajamas už riziką, prilygindama jas toms išlaidoms už riziką, kurios tenka tik jai pačiai, atmesdama riziką, tenkančią indėlininkui. Vadinasi, finansų įstaiga prisiima daugiau rizikos negu galėtų, jeigu skaičiuodama rizikos išlaidas, atsižvelgtų ir į indėlininko riziką.

Tačiau reikia ir tokio mechanizmo, kuris pristabdytų finansų tarpininkus nuo pernelyg didelės rizikos. Vienas iš būdų — kuo daugiau informuoti klientus. Iš esmės indėlininkai gali užsisakyti finansines ataskaitas, kurias parengia buhalteriai ir finansų analizės specialistai, įvertindami bankus ir kitas finansų tarpininkų įstaigas. Bet tokių ataskaitų gali nepakakti arba jos gali daug kainuoti tiek pinigų, tiek laiko požiūriu (kol perskaitysi ir įvertinsi), nors tai būtų ir tikrai kvalifikuotos rekomendacijos. Tačiau didelės verslo firmos, kurių indėliai gerokai didesni už draudžiamąją sumą, vis dėlto bando vertinti savo bankų patikimumą.

Kitas būdas apsaugoti indėlininkus — apdrausti indėlius. Pačią indėlių įstaigą gali apdrausti privatī draudimo bendrovė, tačiau tai gali būti ir pavojinga, nes jeigu daug didelių indėlių įstaigų sužlugtų, tas pats ištiktų ir draudimo bendrovę. Banko bankroto negalima numatyti vien pagal statistinius duomenis, pavyzdžiui, kaip daroma, prognozuojant mirtingumą arba automobilių avarijas. Tačiau vyriausybė yra tokia institucija, kuri visada gali išmokėti savo skolas, taigi indėliai yra saugūs. Jeigu vyriausybė apdraudžia indėlius (iki 100 000 dolerių), kas apsaugos vyriausybę nuo pavojaus, kai indėlių įstaigos imasi pernelyg didelės rizikos? Atsakyti galima taip: kad ir ne visai sėkmingai, vyriausybė visaip stengiasi riboti jų riziką.

Antra, net svarbesnė priežastis, dėl ko vyriausybė taip prižiūri indėlių įstaigas, yra tai, kad šios įstaigos yra *svarbiausias mūsų pinigų pasiūlos šaltinis.* Todėl bankų žlugimo banga galėtų nušluoti didelę dalį visų pinigų. Įsivaizduokite, kad dėl masinių bankų bankrotų sumažėjo pinigų pasiūla. Tada pinigų gali nebepakakti nupirkti visoms rinkoje pateiktoms pre-

kėms ir paslaugoms. Dėl to gali sumažėti produkcijos gamyba ir padidėti nedarbas, gal net smarkokai. Didžiosios depresijos metu dėl bankų žlugimo ir pinigų atsiėmimo iš bankų maždaug ketvirtadaliu sumažėjo pinigų kiekis. Tai ir buvo pats šios krizės baisumas.

Trečia, bankai tvarko mūsų mokėjimų sistemą. Jeigu algoms pritrūksta pinigų dėl to, kad darbdavį aptarnaujantis bankas žlunga, kai kurie darbuotojai negali mokėti hipotekinės paskolos grąžinimo įnašų. Savo ruožtu šių hipotekinių paskolų tiekėjai negalės įvykdyti savo mokėjimų įsipareigojimų ir t. t. Kadangi kiekvienas čekinių indėlių doleris vidutiniškai išleidžiamas daugiau negu keturis šimtus kartų per metus, tai nors ir trumpas atsiskaitymo sistemos sutrikimas gali sukelti sumaištį, duoti nuostolių. Vyriausybė turi rūpintis, kad taip nebūtų, kaip, sakysim, rūpinasi, kad nebūtų sutrikimų teikiant kitas svarbias paslaugas, pavyzdžiui, elektrą arba vandenį.

Ketvirta, vyriausybė turi pasirūpinti net stipriais, puikiai veikiančiais bankais ir apdrausti juos nuo galimo pavojaus sužlugti, jeigu žlunga keletas kitų bankų, prisiėmusių per daug rizikos. Žmonėms sunku atskirti, kuris bankas yra patikimas, o kuris rizikuoja. Banko bankroto užkluptųjų išlaidos gerokai didesnės už indėlio pasiėmimo išlaidas. Vadinasi, jeigu vyriausybė neprižiūrėtų ir neapdraustų, žmonės, pamatę, kad kai kurie bankai žlunga, pasiimtų indėlius ir iš kitų bankų. Tai galėtų sužlugdyti ir gerai veikiančius bei patikimus bankus.

Penktoji priežastis. Jeigu bankas sužlunga, firmos, ypač mažos, kurios skolinasi iš šio banko, praranda galimybę gauti kreditų. Vadinasi, šios firmos irgi gali sužlugti ir visai ne dėl savo kaltės. Dėl jų žlugimo gali dar padidėti bendras ekonominis nuosmukis.

Šios penkios priežastys patvirtina, kad yra būtina drausti indėlius ir nustatyti taisykles, garantuojančias bankų patikimumą. Kitos bankų reguliavimo taisyklės buvo sugalvotos dėl įvairių kitokių priežasčių, pavyzdžiui, norint apriboti milžiniškų bankų kūrimą, apsaugoti klientus nuo diskriminacijos.

Šešta vyriausybinio reguliavimo priežastis susijusi su tuo, kad federalinė vyriausybė anksčiau yra bandžiusi per indėlių įstaigas subsidijuoti gyvenamųjų namų statybą ir statybos pramonę. Dėl to vyriausybė draudė taupymo ir paskolų asociacijoms teikti daugelio rūšių paskolas verslui ir vartotojams, kad vietoj to būtų teikiama daugiau hipotekinių paskolų. Tačiau šis reikalavimas nebuvo labai efektyvus, ir 1981 metais taupymo ir paskolų asociacijos gavo teisę išduoti tam tikrą sumą paskolų vartotojams ir verslui. Vyriausybė mėgino ir kitu būdu subsidijuoti gyvenamųjų namų statybą — nustatė indėlininkams mokamų palūkanų normų ribas, tikėdamasi, kad indėlių įstaigos nustatys mažesnes hipotekinių paskolų palūkanas klientams. Bet greitai paaiškėjo, kad šis reikalavimas nėra efektyvus, ir jo buvo atsisakyta. Tačiau vyriausybė tebetaiko mokesčių nuolaidas taupymo ir paskolų asociacijoms, kurios orientuojasi į hipotekines paskolas.

Ar šios priežastys įtikina, kad vyriausybė turi reguliuoti finansų tarpininkų veiklą? Ar būtų geriau, jei tų taisyklių būtų mažiau? 9 skyriuje vėl grįšime prie šios temos.

SANTRAUKA

1. Amerikos finansų sistema yra didelė ir paini — tai skolinių įsipareigojimų ir reikalavimų kūrimas ir prekyba jais. Kompleksinei ekonomikai reikia tokios sistemos, kuri suvestų taupytojus ir investitorius draugėn.
2. Obligacijos reiškia teisę gauti tvirtas išmokas, o akcijos — nuosavybės teises. Obligacijų kainos kinta atvirkščiai proporcingai naujai išleistų obligacijų palūkanų normai. Kuo tolimesnis obligacijos išpirkimo terminas, tuo labiau kinta jos kaina, nes keičiasi palūkanų normos.
3. Lėšų tiekėjai nori didžiausios naudos ir mažiausios rizikos. Rizikos rūšys: įsipareigojimų nevykdymo rizika, perkamosios galios rizika ir palūkanų normos rizika.
4. Investicijų paketo rizika nėra tas pats, kas visų turto elementų, įeinančių į tą paketą, rizikos vidurkis. Investicijų paketą sudarantys elementai tam tikromis aplinkybėmis gali būti ir nerizikingi. Paketas dažnai, bet ne visada, gali būti apsaugotas nuo rizikos. Turto apsaugai nuo rizikos gali būti panaudotos skolos. Rizikai sumažinti gali būti panaudoti sąlyginiai įsipareigojimai.
5. Skolos rizikingumas priklauso nuo jos grąžinimo termino, pavyzdžiui, nuo to, kaip skolos terminas atitinka to aktyvo, kuris buvo pirktas už skolintus pinigus, terminą. Skolos, kurių palūkanų norma yra kintama, yra gerokai mažiau rizikingos, negu skolos, kurių palūkanų norma yra tvirta.
6. Norėdamos nuspręsti, ar geriau skolintis, ar parduoti akcijų, kai reikia lėšų, korporacijos neturėtų apsiriboti vien palūkanų normos palyginimu su akcijų pelningumo procentu. Reikėtų atsižvelgti į padidėjusią riziką, kurią sukelia pati skola, ir į tai, kad kiti skolintojai ir akcininkai reikalauja didesnio savo investicijų pelningumo. Modiljanio ir Milerio teorija ir apibūdina šiuos netiesioginius poveikius.
7. Efektyviųjų rinkų teorija teigia, kad turto kainos nustatomos, remiantis visa įmanoma informacija. Tai reiškia, kad labai sunku numatyti rinkos kainų pokyčius. O spekuliuojant vertybinių popierių rinkose, esant tam tikram rizikingumui, galima tikėtis gauti tiktai vidutinį pelną, išskyrus tuos atvejus, kai kas nors turi kitokio pobūdžio informacijos arba sėkmingai sukomplektuoja akcijų paketą.
8. JAV kapitalo rinka yra labai plati ir paini. Naudojamasi įvairiomis gudrybėmis, pavyzdžiui, hipotekinių ir kitokių paslaugų apsauga, vertybiniai popieriai su sąlyginėmis palūkanų normomis, obligacijų perkirpimas.
9. Finansų tarpininkai padeda mažinti sandėrių išlaidas, ilgalaikes paskolas transformuoti į likvidesnius trumpalaikius skolinius įsipareigojimus, sujungti riziką.
10. Finansų rinkoje veikia tokios privačios įstaigos: akcijų brokeriai, investiciniai bankai, vertybinių popierių dyleriai, privatūs pensijų fondai, savitarpio fondai, pinigų rinkos savitarpio fondai, gyvybės draudimo bendrovės, draudimo nuo nelaimingų atsitikimų bendrovės, finansų bendrovės, komerciniai bankai, tau-

pymo ir paskolų asociacijos, savitarpio taupomieji bankai, kredito sąjungos. Vyriausybinės agentūros taip pat teikia paskolas ir garantijas arba draudžia privačias paskolas.

11. Finansų tarpininkai yra labai reguliuojami. Tokio reguliavimo tikslai: palaikyti mokėjimų sistemą, padėti smulkiems indėlininkams, pašalinti baimę dėl labai sutelktos ekonominės galios grėsmės, sudaryti palankias kreditavimo sąlygas tam tikriems ekonomikos sektoriams.

PAGRINDINIAI TERMINAI

obligacijos	bonds
akcijos	equity
kuponas, kupono procentas	coupon (coupon rate)
rizika	risk
įsipareigojimų nevykdymo rizika	default risk
perkamosios galios rizika	purchasing-power risk
palūkanų normos rizika (rinkos rizika)	interest-rate risk (market risk)
paketas	portfolio
paketo valdymas	portfolio management
paketo rizika	portfolio risk
sąlyginiai įsipareigojimai	contingent claims
sandėrių išlaidos	transactions costs
Modiljanio ir Milerio teorema	Modigliani-Miller theorem
pinigų rinkos savitarpio fondai	money-market mutual funds
efektyviųjų rinkų teorija	efficient-markets theory
apsauga	securitization
finansų tarpininkai	financial intermediaries
akcijų brokeriai	stockbrokers
investicijų bankai	investment banks
vertybinių popierių dyleriai	security dealers
privatūs pensijų fondai	private pension funds
savitarpio fondai	mutual funds
gyvybės draudimo bendrovės	life insurance companies
draudimo nuo nelaimingų atsitikimų bendrovės	casualty insurance companies
komerciniai bankai	commercial banks
taupymo ir paskolų asociacijos	savings and loans
savitarpio taupymo bankai	mutual savings banks
kredito sąjungos	credit unions

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Kai kuriose valstybėse finansų aparatą sunku apmokestinti ir nėra tobulos sistemos. Parašykite nurodymą tokios šalies finansų ministrui, paaiškindamas, kodėl tai yra blogai (žinoma, jūs nepretenduojate į konsultacijų sutartį).

2. Paaiškinkite, kuo skiriasi akcijos nuo obligacijų.
3. Paaiškinkite, kodėl obligacijų kainos svyruoja atvirkščiai proporcingai, nors ir ne tiksliai atvirkščiai proporcingai palūkanų normoms.
4. Paaiškinkite įvairias rizikos rūšis. Taip pat paaiškinkite, kodėl vertybinių popierių paketas, kurį sudaro rizikingi vertybiniai popieriai, gali būti nerizikingas. Kaip, naudojantis skolomis, galima sumažinti vertybinių popierių paketo rizikingumą.
5. Paaiškinkite, kaip firma pasirenka vieną iš variantų — ar leisti akcijas, ar obligacijas.
6. Išdėstykite efektyviųjų rinkų teoriją. Koks jos patikimumas?
7. Kokia nauda iš finansų tarpininkų?
8. Pasvarstykite štai ką: „Tas faktas, kad spekuliantai gali pasidaryti pinigų, prekiaudami akcijomis, rodo, jog efektyviųjų rinkų teorija yra klaidinga. Spekuliantai privalo pirkti akcijas žemesne už tikrąją jų vertę kaina arba parduoti jas brangiau už tikrąją vertę. Tai neatitinka teiginio, kad rinkos yra „efektyvios".

LITERATŪRA

Gerai aptarta vertybinių popierių paketo teorija knygoje *Basil Moore*. An Introduction to the Theory of Finance. New York. The Free Press, 1968. Puikiai, nors ir pirma laiko, buvo diskutuojama apie Modiljanio ir Milerio teoremą simpoziume, aprašytame 1988 metų leidinyje *Journal of Economic Perspectives*, p. 99–158. Klasikiniai efektyviosios rinkos teorijos teiginiai išdėstyti *Burton Malkiel*. A Random Walk Down Wall Street, 5th ed. New York, W. W. Norton, 1990. Efektyviųjų rinkų teorijos kritika išdėstyta *Werner de Bond, Richard Thaler*. Anomalies: A Mean Reverting Walk Down Wall Street. — Journal of Economic Perspectives. 1986, žiema, p. 189–202. Apie finansų įstaigas rašoma keliuose vadovėliuose, pavyzdžiui, *Peter Rose*. Money and Capital Markets. Plano, Texas, Business Publications, 1983.

3
SKYRIUS

Turto rinkos

Antrajame skyriuje aprašomas finansinis turtas ir būdai, kaip lėšos keliauja iš tų, kurie jų turi, ir kaip patenka tiems, kuriems jų reikia. Skyrius baigiasi klausimu, kaip faktiškai veikia finansų rinkos. Taigi 3 skyriaus uždavinys ir yra tai paaiškinti. Turto įvairovė JAV ekonomikoje yra labai didelė — nuo neatkuriamojo nekilnojamojo turto, kaip žemdirbystei tinkama žemė ir akmens anglių klodai, atstatomojo nekilnojamojo turto, kaip namai ir pastatai bei gamybos atsargos, iki įvairaus finansinio turto, kaip indėliai iki pareikalavimo, terminuotieji indėliai, iždo vekseliai, korporacijų obligacijos, JAV vyriausybės obligacijos bei korporacijų akcijos. Bet kokiu iš čia suminėto turto yra prekiaujama (perkama ir parduodama) rinkose. Kiekviena iš šių rinkų turi savo ypatumų. Kai kurios rinkos yra mažmeninės, kai kurios — didmeninės; kai kurios didmeninės rinkos naudojasi elektroniniais ryšių kanalais, o kai kuriose prekyba vyksta varžytynėmis.

Viena iš didžiausių mažmeninių rinkų yra nekilnojamojo turto rinka. Bet koks nekilnojamasis turtas yra unikalus vietos ir pirkėjo atžvilgiu, pavieniui, o ne urmu perkamas ir parduodamas. O didmeninės prekybos rinkoms būdinga tai, kad čia yra daug vienodų prekių, pavyzdžiui, svarai vario, uncijos aukso, JAV iždo vekseliai, IBM korporacijos akcijos. Rinka, kurioje prekybos sandėriai daromi naudojantis elektroniniais ryšio prietaisais, pasižymi tuo, kad pirkėjai ir pardavėjai yra toli vienas nuo kito ir bendrauja telegrafo ir telefakso ryšio priemonėmis. Antra vertus, varžytynių rinkoms būdinga centralizuota prekyba; jose pirkėjai ir pardavėjai susitinka ir sandėriai daromi pagal nustatytų taisyklių ir procedūrų sistemą.

Šiame skyriuje aprašomi tokios rinkos bruožai. Pirmiausia pažvelkime į JAV nacionalinį balansą, kad geriau suprastume, kokiu turtu prekiaujama. Kitoje dalyje aiškinama, kuo skiriasi rinkos, rengiančios varžytynes, nuo rinkų, veikiančių elektroninių ryšių kanalais. Paskui aprašomos ir kai kurios kitos rinkos.

JAV NACIONALINIS BALANSAS

JAV nacionalinis balansas — tai nuotrauka, kurioje parodyta, kokį turtą turi amerikiečiai (**aktyvai**) ir kokios jų skolos (**pasyvai**). Kaip matyti iš 3.1 lentelės, aktyvai yra sugrupuoti į 2 pagrindines grupes — **materialiuosius aktyvus**, kuriuos galima apžiūrėti ir rankomis paliesti, bei **finansinius aktyvus**, popieriaus skiauteles — valiutą, banko indėlius, obligacijas ir akcijas. Materialiesiems aktyvams priskiriamas tiek privatus turtas, pavyzdžiui, nekilnojamasis turtas, fermos, įstaigų pastatai, prekių atsargos, nebaigtoji gamyba, tiek valstybinis turtas, pavyzdžiui, valstybinė kelių sistema, karinės bazės, universitetai, nacionaliniai parkai ir miškai, bibliotekos, pašto įstaigos, valstybinės mokyklos, gaisrinės. Valstybinio materialiojo turto sąrašas yra daug ilgesnis ir įvairesnis. Visas materialusis turtas turi savininkus; amerikiečiams, tarsi akcininkams, priklauso federalinės ir tūkstančių miestų, miestelių bei valstijų valdžios turtas, lygiai kaip ir tūkstančių mokyklų, apylinkių bei kanalizacijų tinklų, t. y. tų organizacijų, kurios ir valdo šias materialines gėrybes, turtas.

Finansinius aktyvus sudaro įvairių tipų obligacijos (federalinės vyriausybės, valstijų ir vietinės valdžios, korporacijų), taupomieji indėliai ir indėliai iki pareikalavimo, indėliai nebankinėse finansų tarpininkų įstaigose, pavyzdžiui, taupymo ir paskolų asociacijose, taupomuosiuose bankuose, kredito sąjungose, bei gyvybės draudimo sutarčių piniginė vertė. Be to, į finansinių aktyvų sudėtį įeina hipotekos, savitarpio fondų akcijos, pensijų fondų akcijos bei JAV ir užsienio firmų akcijos, paprastosios ir privilegijuotosios. Žmonės turi dešimtis milijardų dolerių valiutos, kurios banknotus išleido JAV iždas ir federaliniai rezervų bankai.

Daugelis šių finansinių aktyvų — tai tik netiesioginė nuosavybės teisė į materialųjį turtą. Taigi dešimčių tūkstančių JAV firmų akcijų nuosavybė reiškia netiesiogines teises į minėtų firmų valdomų gamyklų ir sandėlių nuosavybę. O šių firmų išleistos obligacijos irgi rodo netiesiogines teises į tą patį turtą; dažniausiai toks turtas būna užstatytas arba įkeistas obligacijų savininkams.

JAV nacionalinio balanso pasyvų pusėje yra visų rūšių finansiniai įsipareigojimai, kuriais remiantis, sukurti aktyvai. Pyterio finansiniai aktyvai yra Polio finansiniai pasyvai. Pirminiai skolininkai yra įvairios valdžios institucijos, verslo firmos ir žmonės (namų ūkiai), ir jų įsiskolinimus reikėtų išskirti iš įvairių finansų tarpininkų įsiskolinimų. JAV vyriausybės skolos sudaro 2044 milijardus dolerių. Valstijų, miestų, miestelių, mokyklų apylinkių ir kelių tarnybų skolos sudaro 576 milijardus dolerių. JAV korporacijos yra išleidusios į apyvartą obligacijų už 653 milijardus dolerių. JAV gyventojai turi 1693 milijardus dolerių hipotekinių paskolų ir 1059 milijardus dolerių vartojimo ir kitokių paskolų.

JAV finansų tarpininkai — bankai, draudimo bendrovės, kredito sąjungos ir panašios įstaigos turi apie 8796 milijardus dolerių skolų. Šių įstai-

gų skolos — visuomenės turtas; visuomenė įsigyja bankų ir draudimo bendrovių skolų įsipareigojimus, o šios įstaigos savo ruožtu skolina JAV vyriausybei ir kitiems skolininkams. Šios finansų įstaigos leidžia ir parduoda skolų įsipareigojimus, kurie yra patrauklūs įvairioms grupėms investitorių, ir gautas lėšas naudoja vertybiniams popieriams iš įvairių skolininkų pirkti. Žmonės turi šių įstaigų įsipareigojimus, o šios įstaigos savo ruožtu yra įsigijusios vyriausybės, verslo įmonių ir kitų skolininkų išleistų skolinių įsipareigojimų.

Praėjusioje pastraipoje minėti skolininkų įsipareigojimai yra didesni negu Amerikos namų ūkių turtas dėl vad. dvigubosios apskaitos. Pavyzdžiui, tai Federalinių rezervų skolų įsipareigojimai amerikiečių šeimoms (Federalinių rezervų 1, 5 ir 10 dolerių banknotai) ir JAV komerciniams bankams už dalį jų rezervų (dauguma komercinių bankų rezervų yra privalomi). Antra vertus, amerikiečiai turi terminuotųjų indėlių ir indėlių iki pareikalavimo bei taupomųjų indėlių, kurie yra komercinių bankų skolų įsipareigojimai, kaip ir obligacijos bei hipotekos. Panašiai atsitinka ir tada, kai JAV savitarpio fondai turi įvairių JAV ir užsienio korporacijų akcijų; šie fondai turi įsigiję ir įvairių JAV vyriausybės obligacijų. Kadangi į JAV nacionalinio balanso aktyvus įskaičiuojama, pavyzdžiui, JAV gyventojų akcijos savitarpio fonduose ir tuo pačiu metu savitarpio fondų turimos firmų ir vyriausybinių įstaigų akcijos, ir išeina dviguba apskaita.

Amerikiečių, kaip grupės, turto vertė skiriasi nuo amerikiečių, kaip grupės, skolų įsipareigojimų sumos dėl trijų svarbiausių priežasčių. Pirma, JAV turimo turto vertė turėtų būti didesnė už JAV esančių skolų įsipareigojimų vertę, kadangi sudedami JAV gamtos turtai ir sukauptas materialusis turtas nuo Džordžo Vašingtono (George Washington), o gal net nuo pirmųjų anglų kolonistų laikų. Daugumos amerikiečių nuosavasis kapitalas yra teigiamas; tas kapitalas ir yra materialiųjų ir finansinių aktyvų nuosavybė; jų turto vertė yra didesnė už įsiskolinimus dėl to, kad per savo gyvenimą jie taupė ir dar paveldėjo tėvų turtą. Antra priežastis — skelbiami JAV vyriausybės įsiskolinimai yra didesni už skelbiamo jos turto sumą; per daugiau negu penkiasdešimt pastarųjų metų JAV vyriausybė dažniausiai turėdavo biudžeto deficitą. JAV vyriausybei priklauso šimtų milijardų dolerių vertės materialiojo turto ir dešimtys milijardų dolerių finansinio turto; tačiau dauguma šio turto yra neskelbiama; taigi, JAV vyriausybės skola sumažina nacionalinio balanso aktyvus palyginti su pasyvais. Trečia priežastis, dėl ko skiriasi JAV turto suma nuo JAV skolų įsipareigojimų sumos, yra tai, kad Jungtinės Amerikos Valstijos yra šalis tarptautinė skolininkė. Nuo 9 dešimtmečio pradžios užsieniečiai pradėjo sparčiai pirkti materialųjį ir finansinį turtą Jungtinėse Amerikos Valstijose. Šis pirkimo tempas buvo gerokai didesnis negu pačių JAV firmų ir investitorių turto pirkimas užsienyje. Nuo I pasaulinio karo iki 9 dešimtmečio pradžios JAV turto užsienyje turėjo daugiau, negu užsieniečiai valdė JAV turto. JAV pasiekė labai patikimos nacijos statusą aštuntojo dešimtmečio viduryje. 1986 metais užsie-

3.1 lentelė JAV nacionalinis balansas. 1986 m. gruodžio 31 d. (mlrd. dol.)

Aktyvai (turtas)		Pasyvai (skolų įsipareigojimai)	
Materialieji aktyvai[a]	11 459	Finansiniai pasyvai	17 155
Privatusis turtas	7 603	Privatieji	14 937
Verslo turtas	3 917	Namų ūkio	2 752
Korporacijų įrengimai	1 618	Hipotekos	1 693
Korporacijų pastatai ir statiniai	1 389	Kitos skolos	1 059
Ne korporacijų turtas	910	Nefinansinio verslo	3 389
Namų ūkių turtas	3 686	Obligacijos	653
Nekilnojamasis turtas	3 624	Hipotekos	860
Fermos	62	Banko paskolos	653
Vyriausybinis turtas	2 322	Prekybinis kreditas	524
Federalinės vyriausybės nekarinis	279	Kitos skolos	699
Federalinės vyriausybės karinis	440	Finansinio verslo	8 796
Valstijų ir vietinės valdžios	1 603	Indėliai	4 608
Ilgo vartojimo prekės	1 534	Gyvybės draudimo ir pensijų fondai	2 078
Finansiniai aktyvai	22 718	Korporacijų akcijos	485
Privatusis turtas	21 810	Kredito rinkos įsipareigojimai	1 429
Namų ūkių turtas	11 169	Kitos skolos	196
Indėliai	2 889	Vyriausybės	2 620
Gyvybės draudimo ir pensijų fondai	2 237	Federalinės	2 044
Korporacijų akcijos	2 352	Valstijų ir vietinės valdžios	576
Vertybiniai popieriai ir obligacijos	1 146	Nuosavasis kapitalas (aktyvai minus pasyvai)	16 620
Nekorporacinio verslo nuosavybė	2 373		
Kitas	172		
Nefinansinio verslo	1 611		
Finansinio verslo	9 030		
Korporacijų akcijos	950		
Vyriausybiniai vertybiniai popieriai	1 888		
Korporacijų obligacijos	719		
Hipotekos	2 260		
Kiti kredito įsipareigojimai	2 034		
Kitas	1 179		
Vyriausybės	908		
Federalinės	385		
Valstijų ir vietinės valdžios	523		
Iš viso aktyvų (turto)	34 177	Iš viso pasyvų ir nuosavojo kapitalo	34 177

[a] Grynasis atkuriamasis materialusis turtas

Šaltinis: U. S. Bureau of Economic Analysis, Survey of Current Business, 1988, rugpjūtis; U. S. Board of Governors of the Federal Reserve System. — Annual Statistical Digest, 1986.

niečiams priklausantis JAV turtas susilygino su JAV valdomu užsienio turtu, ir nuo to laiko užsieniečiams priklausantis JAV turtas yra didesnis už JAV priklausantį užsienio turtą.

TURTO RINKŲ RŪŠYS

Turtas perkamas ir parduodamas įvairiose rinkose. Kai kurios rinkos yra **didmeninės**, kitos — **mažmeninės**. Tai priklauso nuo turto savybių. Jeigu turtas yra vienos rūšies, pavyzdžiui, vario luitai arba perdirbtos naftos galonai, arba JAV vyriausybės 30 metų obligacijos, tai prekiaujama didmeninėse rinkose, kadangi kiekvienas tokio turto vienetas yra tikras kito vieneto pakaitalas. Jeigu turto požymiai yra skirtingi, tada mainai žymiai sunkesni, todėl tokios rinkos yra mažmeninės ir vietinės. Nekilnojamasis turtas yra klasikinis turto, kuriuo prekiaujama mažmeninėje rinkoje, pavyzdys — kiekvienas nekilnojamojo turto vienetas yra unikalus. Netgi didelio daugiabučio namo kambariai skiriasi savo vieta, vaizdu, dydžiu, aukštu. Kadangi kiekvienas nekilnojamojo turto elementas savo vieta ir daugeliu fizinių savybių yra unikalus, nekilnojamojo turto sandėriai, įskaitant ir įvertinimą, ar žemė pagerinta ar ne, gyvenamųjų namų bei įstaigų pastatų savybes, paprastai daromi mažmeninės prekybos rinkose. Mažmeninėse rinkose prekiaujama lenktyniniais žirgais, senoviniais automobiliais, meno dirbiniais, retomis knygomis. Apie tokio turto pardavimą skelbiama laikraščiuose ir žurnaluose. Rinkos, kuriose perkamas ir parduodamas šis turtas, yra labai decentralizuotos, vietinės.

Ir atvirkščiai, daug finansinio turto pardavinėjama didmeninėse rinkose. Jos yra dviejų rūšių: **nebiržinės**, arba **telefoninės rinkos** (šiose rinkose prekiaujama vyriausybinėmis obligacijomis ir 6000 firmų akcijomis) bei **aukcioninės rinkos** (tipiškas pavyzdys — Niujorko fondų birža ir Čikagos prekybos taryba — Čikagos birža). Dauguma tokių rinkų yra Jungtinėse Amerikos Valstijose, daugiausia Niujorke, Čikagoje, Los Andžele, San Franciske. Būdingiausias aukcioninės rinkos bruožas — labai tikslios prekybos taisyklės: prekybos mastas (akcijų skaičius, uncijų arba galonų kiekis), prekybos laikas, pinigų bei vertybinių popierių pervedimų tarp pirkėjų ir pardavėjų mechanizmas. Vietų skaičius prekybos salėje yra nustatytas, o šių vietų nuosavybės teisė yra perkama. Kitas aukcioninės rinkos bruožas yra tai, kad pirkėjų atstovai susitinka su pardavėjų atstovais tam tikroje nustatytoje vietoje — prie prekybos stalo arba prekybos ringe — ir garsiai pranešinėja kainą, kurią jie sutiktų mokėti, arba kainą, kuria jie tikisi parduoti; taip daroma tol, kol įvyks sandėris; vaizdžiai tariant, tai — **laisvas šūkaliojimas**.

O nebiržinėje prekyboje pirkėjai ir pardavėjai bendrauja, naudodamiesi telefonu arba kompiuteriu, paprastai per brokerį. Brokeriai sudaro rinką,

t. y. jie turi parduoti skirtų vertybinių popierių atsargų paketą. Brokeriai yra keliuose miestuose, įskaitant didžiuosius finansų centrus — Niujorką, Čikagą, Los Andželą ir mažesnius finansų centrus — San Luji, Milvokį ir Atlantą. Prekybos susitarimus dėl sutarčių trukmės, perkamų ir parduodamų vertybinių popierių kiekio bei atsiskaitymo mechanizmą tokiose rinkose taisyklės varžo mažiau negu aukcioninėse rinkose. Vis dėlto yra tvirtos taisyklės dėl atsiskaitymo datos ir mechanizmo. Tačiau prekybos susitarimai neribojami, nelimituojamas dalyvių skaičius, nors iš naujų dalyvių gali būti reikalaujama, kad jie atitiktų tam tikrus kriterijus, pavyzdžiui, gali būti nustatomas privalomas minimalus kapitalas.

Aukcioninės rinkos išsirutuliojo iš nebiržinių rinkų. Kai nebiržinė vertybinių popierių arba prekių rinka sustiprėja, grupė verslininkų organizuoja aukcioninę rinką (kaip būdą prekybai palengvinti) ir taip padidina savo pajamas. Organizatoriai gali tikėtis, kad rinkos buvimas paskatins prekybą, nes aukcioninė rinka yra likvidesnė — pirkimų arba pardavimų mastas turi mažesnę įtaką kainai. Aukcioninė turto rinka nebūtinai išsirutulioja iš tokio turto nebiržinės rinkos. Investitoriai gali panaudoti aukcioninę rinką, atsisakydami nebiržinės, dėl kelių priežasčių: ši rinka jiems lengviau prieinama, jie gali labiau pasitikėti ja ir dėl to, kad aukcioninė rinka su varžytynėmis yra likvidesnė.

Įvairių prekių ir finansų terminuotųjų sutarčių savininkai noriai varžosi biržoje, siekdami sudaryti naujų sutarčių, taip didindami savo pajamas. Jie nori plėsti prekybos veiklą biržose ir didinti komispinigių savo dalį ir net pelną iš šios prekybos.

Kainos aukcioninėse rinkose už tokį turtą, kaip, pavyzdžiui, sutartis pirkti Britanijos svarų sterlingų, ir kainos nebiržinėse rinkose, perkant Britanijos svarų sterlingų terminuotą sutartį, yra labai panašios. Grupė investitorių, vadinamųjų arbitrų, suvienodina kainas abiejose rinkose, mat jie perka vienoje rinkoje, o parduoda kitoje, jeigu tik kainos skirtumas yra didesnis už jų operacijų išlaidas. Kadangi turto, kuriuo prekiaujama, savybės skiriasi labai nežymiai, nustatytos faktiškos kainos taip pat gali skirtis tik nežymiai, paprastai ne daugiau kaip keliomis šimtosiomis procento. O rinkose kainų kitimas yra tarpusavyje susijęs, išskyrus nepaprastai mažus pokyčius.

BANKO INDĖLIŲ RINKA

Banko indėliai (depozitai) — viena didžiausių JAV finansinio turto rūšių. Tai indėliai iki pareikalavimo, taupomieji, arba terminuotieji, indėliai, kuriuos priima bankai, ir kiti panašūs indėliai, kuriuos priima taupymo ir paskolų asociacijos, savitarpio taupomieji bankai ir kredito sąjungos. Banko indėlių suma didesnė kaip 2000 milijardų dolerių. Daugybė skelbimų lai-

kraščiuose ir per televiziją rodo, kokia didžiulė yra rinka — skelbimuose pabrėžiamos palūkanų normos, kurias už indėlius mokės bankai, tuos indėlius priimančių įstaigų saugumas ir pačių indėlių universalumas. Banko indėlių rinka yra decentralizuota, mat skolų įsipareigojimai už indėlius įvairiuose bankuose yra skirtingi (netgi kai daugumos bankų indėliai iki 100 000 dolerių yra apdrausti ir įsipareigojimų nevykdymo rizikos požiūriu tarpusavyje galėtų būti tobuli pakaitalai).

Bankų indėlių rinka pasižymi tuo, kad šiais indėliais visada yra prekiaujama pagal nominalinę vertę. Šių indėlių pirkėjai, arba savininkai, žino, kad jie gali vėl atsiimti indėlius iš banko už tą pačią dolerio pirkimo kainą — gauti 100 centų už dolerį.

Indėliai, kaip finansinis turtas, yra ypač naudingi dėl likvidumo; šių indėlių savininkai yra visiškai ramūs dėl indėlių vertės, bet kur kas mažiau tikri dėl kainos, kuria indėlį galima pakeisti į pinigus. Tam tikrais atvejais indėlių savininkas gali pasiimti indėlį prieš sutartą terminą, nors tokiu atveju gali būti numatyta ir bauda. Dažnesni atvejai, kai indėlių sertifikatai būna perleidžiamieji, tokių sertifikatų savininkas gali juos parduoti anksčiau. Vadinasi, indėlių sertifikatai savo savybėmis yra panašūs į iždo vekselius.

UŽSIENIO VALIUTOS RINKA

Užsienio valiutos rinka — tai indėlių iki pareikalavimo, įneštų JAV doleriais, Kanados doleriais, Vokietijos markėmis, Japonijos jenomis ir daugeliu kitų valiutų, rinka. Tai pati didžiausia pagal kasdieninės prekybos mastus rinka pasaulyje. Užsienio valiuta yra prekiaujama didžiausiuose kiekvienos šalies finansų centruose, žinoma, ir regionų centruose. Prekyba vyksta ten, kur dirba brokeriai, perkantys ir parduodantys užsienio valiutą. Užsienio valiuta Jungtinėse Amerikos Valstijose pirmiausia prekiaujama Niujorke, bet prekiaujama ir Bostone, Filadelfijoje, Majamyje, Čikagoje, Detroite, Los Andžele ir San Franciske. Užsienio valiutos rinka yra tarptautinė rinka, prekiaujanti įvairių nacionalinių valiutų indėliais iki pareikalavimo. Tai iš esmės nebiržinė rinka. Svarbiausi šios rinkos dalyviai — didieji komerciniai bankai, todėl rinka ir veikia kiekvienos šalies svarbiausiuose finansų centruose. Bankai, esantys tokiuose centruose, pavyzdžiui, Niujorke, Londone, Tokijyje, Frankfurte, Ciuriche, dalyvauja rinkoje, naudodamiesi telefaksu ir telefonu. Kiekvienas bankas turi savo užsienio valiutos prekybos skyrių, kuris perka ir parduoda užsienio valiutą tiek firmoms, kurios verčiasi tarptautine prekyba ir investicijomis, tiek savo reikmėms. Vienos dienos valiutos prekybos mastai yra nuo 10 iki 20 kartų didesni už mastus tos tarptautinės prekybos ir investicijų, kuriems ir reikia užsienio valiutos. Šitoks didelis skirtumas rodo, kad dauguma — gal apie 90–95% užsienio valiutos rinkų operacijų bet kurią dieną yra operacijos

tarp komercinių bankų, kurie perka ir parduoda, tikėdamiesi gauti pelno, pasikeitus valiutos keitimo kursui.

Kai kurie užsienio valiutos sandėriai yra **nedelsiamieji sandėriai**, t. y. indėliais pasikeičiama per dvi dienas po susitarimo. Sandėriai, kai indėliais pasikeičiama praėjus 30, 60 arba 90 dienų po abiejų šalių susitarimo, vadinami **išankstiniais sandėriais**. Dar yra ir **pasikeitimo sandėriai** — aukščiau minėtų pirmosios ir antrosios rūšies sandėrių kombinacija. Viena mainų šalis indėlį iki pareikalavimo įneša šiandien pat, o antroji šalis pasižada padėti indėlį tam tikru metu ateityje. Išankstinio sandėrio vykdymo terminas paprastai sutampa su tarptautinės prekybos operacijų data; importuotoją galima įpareigoti sumokėti po 30 dienų ir tada sudaryti 30 dienų išankstinį sandėrį ir būti tikram, kad pinigai tuo laiku bus.

Vienai užsienio valiutos keitimo rinkos daliai atstovauja Čikagos prekybos biržos tarptautinė valiutos rinka, Niujorko sandėrių ateičiai birža, Londono tarptautinių finansinių sandėrių ateičiai birža ir Filadelfijos opcionų birža. Aukcioninė rinka apima nuo 5 iki 10 procentų visos užsienio valiutos prekybos. Čikagos prekybos biržoje galima sudaryti šešių valiutų — Britanijos svarų sterlingų, Japonijos jenų, Vokietijos markių, Šveicarijos frankų, Australijos dolerių ir Kanados dolerių pirkimo ir pardavimo sutartis ateičiai. Bet kuriuo momentu šioje biržoje gali būti sudaromos aštuonios arba dešimt skirtingų sutarčių ateičiai kiekviena užsienio valiuta. Kiekvieną sutartį apibūdina mėnuo, kada ji turės būti įvykdyta. Tokių sutarčių ateičiai suma yra standartinė. Paprastai kiekvienos sutarties vertė yra apie 50 000 dolerių.

Aukcioninės prekybos metodai iš esmės skiriasi nuo tarpbankinės nebiržinės rinkos. Pirkimo arba pardavimo sutartis pavedama sudaryti brokerių agentams varžytynių ringe; ringas — tai apskrita salė, kurioje stovi prekiautojai. Jie laisvai šūkalioja, garsiai skelbia kainą, kuria sutinka sudaryti vieną arba kelias pirkimo arba pardavimo sutartis.

Paprastai iš pirkėjų ir pardavėjų, sudarančių sutartis ateičiai, reikalaujama, kad jie įneštų nedidelę pradinę **įmoką (maržą)**, dažniausiai ne didesnę kaip 5–10 procentų bendros savo pirkimų arba pardavimų sumos. Pasibaigus kiekvienos dienos prekybai, brokeriai suskaičiuoja kiekvieno dalyvio įneštą sumą. Galima pareikalauti, kad prekiautojai papildytų įnašus, jeigu jų suma sumažėjo, mat tokios atsargos sudarymo tikslas yra apsaugoti sudarantį sutartis ateičiai brokerį nuo nuostolių, kai kainos staigiai krinta.

JAV VYRIAUSYBĖS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKA

Viena iš didžiausių pasaulio rinkų yra JAV vyriausybės obligacijų ir vekselių rinka. 1988 metų pabaigoje bendra JAV vyriausybės skola buvo 2600 milijardų dolerių, o jos išleistų vertybinių popierių, kuriais prekiaujama rin-

koje, suma siekė 180 milijardų dolerių. Federaliniai rezervai ir Socialinio draudimo fondai drauge turi nupirkę vyriausybės skolinių įsipareigojimų maždaug už 550 milijardų dolerių. Visuomenei priklausančių federalinės vyriausybės skolinių įsipareigojimų terminai įvairūs — nuo 90 dienų iždo vekselių iki 30 metų obligacijų.

JAV vyriausybės vertybiniais popieriais prekiaujama nebiržinėje rinkoje. Šioje srityje veikia daugiau kaip 40 pirminės rinkos dylerių. Šie dyleriai yra patvirtinti ir gali varžytis dėl naujai išleistų į apyvartą JAV vyriausybės vertybinių popierių, neįnešę išankstinių įmokų. Be to, yra dar nuo 400 iki 500 dylerių, prekiaujančių vertybiniais popieriais savo vardu. Jie siekia pelno iš numatomo tų vertybinių popierių kainos kitimo.

. Svarbiausi JAV vyriausybės vertybinių popierių pirkėjai ir turėtojai — gyvybės draudimo bendrovės, JAV komerciniai bankai, JAV pensijų fondai. Gyvybės draudimo bendrovės laiko JAV vyriausybės vertybinius popierius, nes turi ilgalaikių įsipareigojimų už draudimo sutartis. Panašiai yra ir su bankais; jie laiko JAV vyriausybės vertybinius popierius, nes turi didelius skolų įsipareigojimus savo indėlininkams. Abiejų rūšių įstaigos įsigyja finansinio turto, kurio išpirkimo terminai panašūs, kaip tų įstaigų įsiskolinimų likvidavimo terminai. Abiejų rūšių įstaigos susiduria su **transformavimo rizika** dėl skirtingų ilgų terminų vertybinių popierių palūkanų normos pokyčių, palyginti su trumpų terminų vertybinių popierių palūkanų normomis. Jeigu banko indėlių palūkanų normos padidėja žymiai daugiau negu banko turimo finansinio turto palūkanų normos, banko išmokos, palyginti su piniginėmis pajamomis, sumažės. Ir atvirkščias pavyzdys. Gyvybės draudimo bendrovės yra garantavusios išmokas draudimo sutarčių savininkams. Jeigu šių bendrovių finansinio turto palūkanų normos sumažėja, jos gaus mažiau pinigų, palyginti su savo išmokomis. Šios firmos labai plačiai prekiauja vertybiniais popieriais, nes stengiasi padidinti savo pelną. Jos „lošia pelno kreivę“ — trumpų terminų ir ilgų terminų vertybinių popierių palūkanų normų santykiu. Jeigu jos tikisi, kad padidės ilgų terminų vertybinių popierių palūkanų normos, gali trumpinti skolų mokėjimo terminą — galės parduoti ilgų terminų vertybinius popierius, pirkti trumpų terminų ir tikėtis, kad galės nusipirkti būsimų pelningesnių ilgų terminų vertybinių popierių, kai jų kainos bus mažesnės. (Jeigu tokie investitoriai laiko ilgų terminų vertybinius popierius tol, kol jų kainos nukrinta, gali patirti nuostolių). Ir atvirkščiai, jeigu šie investitoriai tikisi, kad ilgų terminų vertybinių popierių kainos kils, jie didins investicijas į ilgų terminų vertybinius popierius, norėdami gauti pajamų iš šių vertybinių popierių kainos padidėjimo.

Dideli palūkanų normų pokyčiai, sukėlę ir obligacijų kainų pokyčius aštuntojo dešimtmečio pabaigoje ir devintajame dešimtmetyje, buvo stimulas naudotis draudimu, kuris buvo paplitęs akcijų rinkose. Pradėta naudotis išvestinėmis iš JAV vyriausybės vertybinių popierių finansų priemonėmis — **pirkimo opcionais** ir **pardavimo opcionais**. Tokios finansų priemonės leido prekybininkams sumažinti didelių nuostolių tikimybę, įvykus dideliems

neplanuotiems palūkanų normų pokyčiams. Vyriausybės vertybinių popierių savininkai nerimavo dėl to, kad palūkanų normų svyravimai gali sukelti ir didelius obligacijų kainų svyravimus; tada nuostoliai galėtų būti didesni už palūkanų pajamas. Dabar jie gali nuo to apsidrausti pirkdami pardavimo opcioną. Pardavimo opcionas — tai teisė parduoti tam tikrą kiekį obligacijų iš anksto nustatyta kaina iki tam tikros datos. O pirkimo opcionas, atvirkščiai, leidžia jo savininkui pirkti nustatytą kiekį tam tikrų vertybinių popierių iš anksto nustatyta kaina iki tam tikros datos. Opciono savininkas moka mokestį už opcioną, o opciono pardavėjas šį mokestį gauna. Vyriausybės obligacijų savininkai gali pirkti pardavimo opcioną. Šis opcionas suteikia teisę parduoti vyriausybės obligacijas iš anksto nustatyta kaina, vadinamąja **opciono kaina,** per tam tikrą laiką. Investitorius perka pardavimo opcioną, kad išvengtų didelių nuostolių obligacijų kainoms mažėjant, stipriai padidėjus palūkanų normoms. Pardavimo opciono pirkėjas apsiskaičiuoja, kad mokesčio už opcioną suma būtų mažesnė negu galimi nuostoliai dėl vyriausybės obligacijų kainos sumažėjimo. Be to, jis toliau laiko vertybinius popierius, nes turi naudos iš didelių palūkanų normų.

Pardavimo opciono pardavėją vilioja mokestis, kurį jis gauna iš opciono pirkėjo. Pardavimo opciono pardavėjas pripažįsta, kad tam tikromis aplinkybėmis jis gali būti priverstas pirkti vertybinių popierių, bet opciono pardavėjas tada gauna obligacijų palūkanų pajamas ir dar pardavimo opciono pirkėjo mokamą mokesčio sumą. Nuostolių galėtų būti tuo atveju, jeigu vertybinio popieriaus kaina staigiai sumažėtų. Tačiau pardavimo opciono pardavėjas gali išvengti rizikos, parduodamas pardavimo opcioną mažesne kaina.

VALSTIJŲ IR VIETINĖS VALDŽIOS OBLIGACIJOS

1987 metų pabaigoje apyvartoje esančių valstijų ir vietinės valdžios išleistų obligacijų bendra suma sudarė 775 milijardus dolerių. Tai buvo maždaug trečdalis federalinės vyriausybės išleistų ir vyriausybės garantuotų obligacijų sumos. Svarbiausias valstijų ir vietinės valdžios išleistų obligacijų bruožas yra tai, kad šių obligacijų savininkams mokamos palūkanų pajamos nėra apmokestinamos federaliniu pelno mokesčiu. Be to, kai kuriose valstijose pajamos iš palūkanų neapmokestinamos ir valstijų pelno mokesčiu. Niujorko miesto gyventojai perka miesto valdžios išleistas obligacijas, nes jos neapmokestinamos ne tik miesto, bet ir valstijos bei federaliniu pelno mokesčiu. Vadinasi, tokias obligacijas pirks ir turės tie žmonės ir firmos, kas turi mokėti federalinį pelno mokestį, ypač kieno mokesčio tarifai dideli. Sutaupytą mokestį reikėtų vertinti kaip federalinės vyriausybės subsidiją valstijų ir vietinei valdžiai, nes palūkanų normos, kurias moka valstijų ir

vietinė valdžia, išleidusi obligacijas, yra mažesnės. Ir atvirkščiai, įstaigos, kurios pagal juridinį statusą nėra federalinio pelno mokesčio subjektai, pavyzdžiui, koledžų labdaros fondai arba pensijų fondai, nelabai pirks neapmokestinamų obligacijų. Vargu ar susivilios tokiomis obligacijomis ir užsienio investitoriai. Tokių obligacijų gali įsigyti įvairūs savitarpio fondai, ir mokesčių nemokėjimo nauda atiteks šių fondų investitoriams; mat jie perka savitarpio fondų akcijų ir, paįvairinę vertybinių popierių paketą bei kvalifikuotai įvertinę rizikos laipsnį, gauna papildomos naudos.

Kai kurios valstijų ir vietinės valdžios obligacijos yra **bendrojo įsipareigojimo obligacijos**. Jų atžvilgiu visas apmokestinimo teises turi vyriausybės. Kai kurios obligacijos yra **pajamų obligacijos**; jos pagrįstos tik pajamomis, gaunamomis rinkliavų už kelius, aerouostus forma, pajamomis už tiekiamą energiją ir kitas vyriausybines paslaugas. Gali būti ir **gamybos plėtros obligacijos**. Tokios obligacijos panaudojamos fabrikų statybai ir plėtimui finansuoti.

Valstijų ir vietinės valdžios obligacijų rinka yra nebiržinė (telekomunikacinė). Ši rinka labai skiriasi nuo federalinės vyriausybės išleistų obligacijų rinkos, nes vietinės valdžios obligacijos yra gerokai nelikvidesnės. Kadangi tokių obligacijų likvidumas yra žymiai mažesnis, pirkėjo siūlomos ir pardavėjo prašomos kainos atotrūkis yra gerokai didesnis. Vidutinė sandėrio suma irgi yra daug mažesnė.

KORPORACIJŲ LEIDŽIAMŲ OBLIGACIJŲ RINKA

Apyvartoje esančių JAV korporacijų obligacijų bendra suma 1987 metų pabaigoje buvo 650 milijardų dolerių. Pagrindiniai obligacijų leidėjai — komunalinių paslaugų firmos: geležinkeliai, elektros tiekimo bendrovės, telefono bendrovės ir aerouostai. Dauguma tokių obligacijų garantuoja tvirtas palūkanų išmokas. Firmos leidžia obligacijas, norėdamos sukaupti fondus savo veiklos plėtrai finansuoti.

JAV korporacijų obligacijų rinka yra iš dviejų dalių. Dalis korporacijų obligacijų yra parduodama aukcioninėje rinkoje, visų pirma Niujorko fondų biržoje kartu su privilegijuotosiomis ir paprastosiomis akcijomis. Likusios obligacijos parduodamos nebiržinėje rinkoje ne tik Jungtinėse Amerikos Valstijose, bet ir euroobligacijų rinkoje. Tai užsienyje paplitusios JAV doleriais išleistos obligacijos, kurių rinkos yra Londone, Ciuriche ir kituose Europos finansų centruose. Euroobligacijų rinka išplito po 1963 metų JAV Palūkanų sulyginimo akto. Iš JAV gyventojų JAV vyriausybė ėmė nuo 1 iki 2 procentinių punktų dydžio mokesčius nuo užsienio vertybinių popierių pirkimo sumos. Dėl to užsienio skolininkai pradėjo leisti naujas JAV dolerių obligacijas Europoje. Šių obligacijų palūkanų normos buvo didesnės

už tas, kurias būtų tekę mokėti, jeigu obligacijos būtų buvusios išleistos Jungtinėse Amerikos Valstijose. Bet šių obligacijų palūkanų normos buvo gerokai mažesnės už obligacijų, išleistų bet kokia kita Europos šalių valiuta. Šias obligacijas pirko ne amerikiečiai arba tie JAV gyventojai, kurie sugebėjo išsisukti nuo mokesčių. Euroobligacijos yra naudingos keliais požiūriais: perkant neišskaičiuojami mokesčiai, o obligacijos leidžiamos pateikėjo forma. Tai reiškia, kad obligacijos neregistruojamos (neįrašoma pirkėjo pavardė), vadinasi, jos yra labai patrauklios tiems investitoriams, kurie nori likti anoniminiai.

JAV korporacijų obligacijų įsigyja tie investitoriai, kurie nori gauti šiek tiek didesnį pelną, negu gautų, turėdami JAV vyriausybės obligacijų. Korporacijų obligacijų pirkėjai gali padidinti savo palūkanų pajamas gana žymiai, įsigydami obligacijų, kurios vertinamos prasčiau negu „pirmaklasės" (angl. blue chip). Reitingo agentūros — „Standard and Poor", „Moody's", „Fitch's" — grupuoja obligacijas į aštuonias kategorijas pagal rizikingumą, kurį iš dalies atspindi gaunamų pajamų ir palūkanų išmokų santykis. Kuo santykiškai mažesnės firmos pajamos, palyginti su jos palūkanų išmokomis, tuo rizikingesnės obligacijos. Reitingo agentūros domisi, ar skolininkai turės pakankamai pinigų palūkanoms mokėti. Daugelis investitorių, turinčių vyriausybės obligacijų, turi ir dideles korporacijų obligacijų sumas. Tačiau korporacijų obligacijų rinkai trūksta „gilumo" (kainų stabilumo), „platumo" (vertybinių popierių — sandėrių objektų — gausumo), didelio prekybos aktyvumo lygio bei likvidumo; visa tai būdinga vyriausybės vertybinių popierių rinkai. Nedideli korporacijų vertybinių popierių paklausos arba pasiūlos pokyčiai gali sukelti žymius šių vertybinių popierių kainų pokyčius. Todėl korporacijų obligacijų prekyba ne taip paplitusi kaip vyriausybinių.

Pastaraisiais metais gal pati žymiausia korporacijų obligacijų rinkos naujovė — menkaverčių, vadinamųjų **šiukšlinių obligacijų** paplitimas. Iki 1980 metų tiktai apie 600 JAV firmų leisdavo korporacijų obligacijas. Dabar daug kitų firmų gali leisti korporacijų obligacijas, jeigu sutinka mokėti 3 ar 4 procentiniais punktais didesnes palūkanas už korporacijų obligacijų rinkos palūkanų normą.

KORPORACIJŲ AKCIJŲ RINKA

5 milijardai dolerių — toks vienos dienos prekybos korporacijų akcijomis aukcioninėse rinkose svarbiausiuose JAV miestuose bei nebiržinėje rinkoje mastas. Šioje srityje vyrauja Niujorko fondų birža; jos prekyba sudaro daugiau kaip 90 procentų visos prekybos. Amerikos fondų birža, esanti tik už kelių kvartalų tame pačiame Niujorke, specializuojasi prekiauti mažesnių firmų, įskaitant ir energetikos įmones, akcijomis. Kai kurios regioninės akcijų biržos — Čikagos vidurio vakarų birža, Ramiojo vandenyno pakrantės birža Los Andžele ir San Franciske — prekiauja kai kurių į Niujorko

akcijų biržos sąrašus įtrauktų firmų akcijomis. O nedidelių vietinių firmų akcijomis prekiauja biržos, esančios Bostone, Filadelfijoje, Baltimorėje ir Vašingtone. Birža, įsikūrusi Solt Leik Sityje ir Spokane, prekiauja smulkiomis akcijomis, kurias leidžia firmos, nuomojančios aukso ir sidabro kasyklas.

4–5 tūkstančių firmų akcijomis prekiaujama nebiržinėje rinkoje. Daug tokių akcijų perkama ir parduodama pačioje Amerikoje, o pirkėjai ir pardavėjai būna net iš tokių atokių miestų, kaip Majamis ir Siatlis. Bet dauguma akcijas leidžiančių firmų yra nedidelės, todėl tomis akcijomis ir prekiaujama tarp vietinių investitorių.

Pastaraisiais metais išplito korporacijų akcijų, ypač įtrauktų į Niujorko fondų biržos sąrašus, vad. tretinė rinka. Tokia nebiržinė rinka paplito dėl to, kad būtų galima prekiauti Niujorko fondų biržos sąrašuose esančių firmų akcijomis po biržos darbo valandų.

Dabar yra paplitusios korporacijų akcijų prekybos sutartys ateičiai pagal užsienio valiutos prekybos sutarčių pavyzdį. Sudarantis sutartį ateičiai pirkėjas gauna teisę nusipirkti korporacijos akcijų paketą sutartyje nurodytu laiku, kuriuo ir baigiasi šios sutarties galiojimo laikas. Investitoriai, kurie tikisi, kad žymiai pakils korporacijų akcijų bendras kainų lygis, pasirenka tinkamesnį ir pigesnį būdą — verčiau sudaro indekso pirkimo sutartį ateičiai pagal akcijų biržos arba kitus, pavyzdžiui, Dou ir Džonso pramoninį (Dow-Jones Industrials) arba „Standard and Poor's 500" firmų indeksus, o ne sutartį dėl kurios nors firmos akcijų pirkimo. Akcijų būsimųjų kainų pardavėjais gali tapti investitoriai, kurie tikisi, kad korporacijų akcijų kainos mažės. Parduoti gali ir arbitrai, turintys didelį įvairių akcijų kiekį.

HIPOTEKOS IR VARTOJIMO KREDITŲ RINKOS

Amerikiečiai turi daugiau kaip 3000 milijardų dolerių hipotekinių paskolų asmeniniam nekilnojamajam turtui ir kontorų pastatams pirkti. Hipotekinių paskolų išskirtinumas yra tai, kad skolininkas užstato skolintojui nekilnojamąjį turtą kaip papildomą garantiją. Jeigu skolos sąlygų nesilaikoma, skolintojas gali perimti teisę į nuosavybę. Į hipotekinę skolą panaši ir pirkėjų, perkančių išsimokėtinai, skola, nes skolininkas užstato automobilį arba žiedą su deimantu, kad skolintojas būtų apdraustas, jeigu skolos grąžinimo sąlygos būtų neįvykdytos.

Ligi šiol hipotekinės skolos bei išsimokėtinai perkančių pirkėjų skolos buvo labai nelikvidžios: jeigu skolintojas suteikia tokią skolą, jam tenka laukti, kol ji bus grąžinta. Bet dabar, labai sumažėjus kompiuterinėms išlaidoms, hipotekos, paskolos automobiliams pirkti bei studentų paskolos yra grupuojamos arba rikiuojamos į paketus; paskui išleidžiami ir parduodami nauji vertybiniai popieriai. Šiuo požiūriu į tokius vertybinius popierius yra panašūs savitarpio fondai. Kaip kiekvienas savitarpio fondo akcijų savinin-

kas turi teisę į savitarpio fondų turtą, taip ir hipotekos laiduotų vertybinių popierių savininkas turi teisę į visus užstatus. Nors naujų vertybinių popierių išleidimas pareikalauja papildomų išlaidų, tačiau likvidumo padidinimo nauda yra kur kas didesnė.

SANTRAUKA

1. JAV nacionalinis balansas — amerikiečių turto (ką jie turi) ir jų skolų nuotrauka.
2. Jeigu kiekvienas turto elementas yra homogeninis, t. y. visų elementų vartojimo savybės yra vienodos, tarkime, tam tikros trukmės JAV vyriausybinės obligacijos, tai tokiu turtu prekiaujama didmeninėse rinkose. Jeigu tam tikro turto elementai nėra identiški, t. y. tarpusavyje nėra idealūs pakaitalai, tokiu turtu prekiaujama mažmeninėje rinkoje.
3. Finansinio turto rinkos apima banko indėlių, užsienio valiutos, JAV vyriausybės vertybinių popierių, valstijų ir vietinės valdžios obligacijų, korporacijų obligacijų, akcijų, hipotekos ir vartojimo kreditų rinką.
4. Aukcioninėms rinkoms būdinga tai, kad prekybos taisyklės yra labai tiksliai apibrėžtos. Kitas būdingas bruožas — pirkėjai ir pardavėjai susitinka tam tikroje vietoje. Tuo tarpu nebiržinei rinkai būdinga tai, kad pirkėjai su pardavėjais bendrauja ir derasi telefonu arba per kompiuterį.
5. Nedelsiamasis užsienio valiutos pirkimo ir pardavimo sandėris užtrunka dvi darbo dienas. Išankstiniams sandėriams (kai valiuta bus pateikta vėliau) nustatomi tokie atsiskaitymo terminai: 30, 60 arba 90 dienų. Užsienio valiutos opciono savininkas turi teisę pakeisti vieną valiutą į kitą pagal iš anksto nustatytą keitimo kursą, tačiau taip daryti neprivalo.

PAGRINDINIAI TERMINAI

turtas (aktyvai)	assets
nekilnojamasis turtas	real estate
finansinis turtas	financial assets
skolų įsipareigojimai (pasyvai)	liabilities
aukcioninė rinka	auction market
nebiržinė (telekomunikacinė) rinka	over-the-counter market
didmeninė rinka	wholesale market
mažmeninė rinka	retail market
nedelsiamasis valiutos prekybos sandėris	spot foreign exchange
išankstinis valiutos prekybos sandėris	forward foreign exchange
užsienio valiutos opcionas	options on foreign exchange

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Kodėl JAV turto suma yra didesnė už JAV skolinių įsipareigojimų sumą?
2. Kodėl federalinės vyriausybės skoliniai įsipareigojimai yra didesni už jos turtą?
3. Kodėl valstijos ir vietinės valdžios turtas yra didesnis už jų skolinius įsipareigojimus?
4. Kokiose rinkose yra prekiaujama turtu ir skoliniais įsipareigojimais?
5. Kokios svarbiausios banko indėlių rinkos savybės?
6. Kuo prekiaujama užsienio valiutų rinkoje? Kuo skiriasi išankstiniai sandėriai nuo nedelsiamųjų užsienio valiutos sandėrių? Kaip paaiškinti apsikeitimą valiuta?
7. Kas yra užsienio valiutos aukcioninė rinka, kuo ji skiriasi nuo nebiržinės rinkos? Koks yra ryšys tarp šių rinkų kainų?
8. Išvardykite esminius JAV vyriausybės vertybinių popierių rinkos bruožus.
9. Kas yra pirkimo opcionas, kas yra pardavimo opcionas, kuo jie skiriasi?

LITERATŪRA

Federalinių rezervų tarybos leidiniuose yra išsamios finansinės statistikos informacijos. Kiekvieną mėnesį išeina leidinys „Federal Reserve Bulletin".

Benjamin M. Friedman, ed. Corporate Capital Structures in the United States. Chicago, University of Chicago Press, 1985.

Roger G. Ibbotson, Gary P. Brinson. Investment Markets. New York, McGraw-Hill, 1987.

4
SKYRIUS

Palūkanų normų struktūra

Palūkanos gali būti vertinamos kaip procentais per metus išreikšta kaina, susiejanti dabartinę vertę su būsimąja verte. Kalbant apie finansų rodiklius, iškyla du klausimai: kodėl vartojama tiek daug palūkanų normų vienu metu — kiekvienam vertybiniam popieriui atskira palūkanų norma? Kodėl palūkanų normos lygis ir skirtingų tipų finansų aktyvų palūkanų normos nuolat kinta?

PALŪKANŲ NORMOS APSKAIČIAVIMAS

Palūkanų norma yra pagrindinė pinigų ir finansų analizės kategorija, kuri pritaikoma labai įvairiai. Investitorius padeda 1000,00 dolerių indėlį, gavęs pažadą, kad bankas po vienerių metų išmokės 1092,50 dol.; šiuo atveju palūkanų norma išreiškia dviejų kapitalo verčių santykį — dabartinės vertės 1000,00 dol. ir būsimosios vertės 1092,50 dol. Būsimoji vertė yra didesnė už dabartinę 9,25 procento. Kai dviejų verčių santykis yra išreiškiamas kaip kasmetinių pokyčių procentas, jis tampa palūkanų norma. Palūkanų norma beveik visada reiškiama procentais per metus. (Panašiai nusakomas, pavyzdžiui, atstumo nuo Niujorko iki Vašingtono — 233 mylių kelionės ir laiko santykis; jei kelionė trunka 3 valandas, tai greitis, t. y. tas santykis, yra 233 mylios / 3 valandos = 77,66 mylios per valandą. Jeigu būsimoji vertė 1092,50 dol. bus sumokėta per trejus metus, palūkanų norma bus

$$\frac{1092{,}50 \text{ dol.} - 1000{,}00 \text{ dol.}}{1000{,}00 \text{ dol.}} : 3 \text{ m.} = \frac{92{,}50 \text{ dol.}}{1000{,}00 \text{ dol.}} : 3 \text{ m.} =$$

$$= 3{,}083\% \text{ per metus.}$$

DABARTINIŲ IR BŪSIMŲJŲ VERČIŲ APSKAIČIAVIMAS

Ilinojaus, Kalifornijos ir daugelyje kitų JAV valstijų 8 dešimtmečio pabaigoje ir 9 dešimtmečio pradžioje loterijose buvo skiriami didžiuliai laimėjimai — kai kada 10, 20 milijonų dolerių ir daugiau. Iš tikrųjų 10 milijonų laimėtojas retai kada iš karto gauna 10 milijonų; paprastai laimėjimas išmokamas dvidešimčia vienodo dydžio išmokų po 500 000 dolerių, iš kurių pirmoji dalis išmokama laimėjimo paskelbimo dieną, o devyniolika likusių išmokų po 500 000 dolerių mokama kartą per metus. Ir laimėtojas dar turi mokėti pajamų mokesčius už kasmetines išmokas.

Neblogai, bet ne 10 milijonų dolerių. Pasvarstykime: ar jūs verčiau pasirinktumėte 5 milijonų vienkartinę išmoką, ar 10 milijonų, išskirstytų į dvidešimt kasmetinių išmokų? Gali pasirodyti, kad atsakymas į šį klausimą nekelia abejonių, bet taip nėra; atsakymas priklauso nuo palūkanų normos. Pasvarstykime tokį klausimo variantą: ar jūs pasirinktumėte 500 000 dolerių šiandien, ar 500 000 po metų. Atsakymas yra aiškus; kadangi palūkanų norma yra teigiama, 500 000 dolerių šiandien yra naudingiau, negu 500 000 dolerių po metų. Jei jūs turėtumėte 500 000 dolerių šiandien, jūs galėtumėte nusipirkti, pavyzdžiui, JAV iždo vertybinių popierių, ir jūsų suma po metų būtų 540 000 dolerių.

Palūkanų norma yra pokyčio, arba augimo, procentas, rodantis dviejų pagrindinių sumų santykį skirtinguose laiko taškuose; ji beveik visada reiškiama procentais per metus. Tarkim, jūs perkate 3 mėnesių JAV iždo vekselį už 973 000 dol., kuris po 3 mėnesių bus išpirktas už 1 000 000 dol. Pelnas — 27 000 dol. per 3 mėnesius arba 108 000 dol. per metus. 1 000 000 dol. yra būsimoji, o 973 000 dol. — dabartinė vertė. Palūkanų norma [(1 000 000 dol. – 973 000 dol.) / 973 000 dol.] × 4 = 11,08 procento rodo šių dviejų verčių santykį; ir čia, kaip paprastai, palūkanų norma išreikšta procentais per metus. Kaip greitis reiškiamas myliomis arba kilometrais per valandą, tai yra atstumo vienetu, padalintu iš laiko vieneto, taip palūkanų norma yra reiškiama vertės pasikeitimo procentu per laiko vienetą, beveik visada — per metus. Tačiau kartais palūkanų norma gali būti apskaičiuota mėnesiui arba netgi savaitei.

Dabartinės, būsimosios vertės ir palūkanų normos ryšiai gali būti išreikšti keliais būdais. Jeigu yra žinoma dabartinė ir būsimoji vertė, palūkanų norma gali būti apskaičiuojama taip:

$$\frac{BV}{DV} = (1 + n)^m;$$

čia BV yra būsimoji vertė, DV – dabartinė vertė, n – palūkanų norma ir m – laikotarpis. Jeigu yra žinoma dabartinė vertė ir palūkanų norma, būsimoji vertė bet kuriam laikotarpiui gali būti apskaičiuojama taip:

$$BV = DV \times (1 + n)^m.$$

Jeigu yra žinoma būsimoji vertė, dabartinė vertė gali būti lengvai apskaičiuojama taip:

$$DV = \frac{BV}{(1 + n)^m}.$$

Kitas skaičiavimo būdas — naudotis sudarytomis dabartinės ir būsimosios vertės lentelėmis, t. y. pasikliauti kieno nors kito atliktais skaičiavimais.

Dabartinės vertės kategorija yra labai svarbi ir reikalinga. Ar jūs verčiau pasirinktumėte 500 000 dol. per metus ar 5 000 000 dol. per dešimt metų? Jeigu yra žinoma palūkanų norma, kiekvieną iš šių būsimųjų verčių galima lengvai perskaičiuoti į dabartinę vertę. Kai palūkanų norma 29%, abiejų dydžių dabartinės vertės yra lygios. Ir dvidešimties išmokų po 500 000 dol. už laimėjimą loterijoje terminuotoji vertė gali būti apskaičiuojama kaip 500 000 dol. plius 500 000 dol. dabartinė vertė po metų, plius 500 000 dol. dabartinė vertė po dvejų metų, plius 500 000 dol. dabartinė vertė po trejų metų ir taip toliau suma; jei palūkanų norma 10 procentų, 10 mln. dol. dabartinė vertė yra 4 682 460 dol.

Kuo didesnė palūkanų norma, tuo mažesnė tam tikro laikotarpio būsimosios vertės dabartinė vertė. Ir kuo ilgesnis laikotarpis, tuo mažesnė tokios būsimosios vertės dabartinė vertė, esant bet kuriai palūkanų normai.

Vienos rūšies finansinis aktyvas — nulinio kupono obligacija — aiškiai remiasi dabartinės vertės kategorija. Buvo įprasta, kad obligacijos turi kuponus, rodančius pusmetinių arba ketvirtinių palūkanų išmokų vertę; tie kuponai būdavo spausdinami išvien su obligacijomis. Atėjus bet kuriam išmokėjimo terminui, obligacijos savininkas turėdavo nukirpti kuponą ir deponuoti jį savo sąskaitoje lygiai kaip čekį. Nulinio kupono obligacijos kuponų neturi, yra perkamos vien tik dėl to, kad jų būsimoji vertė yra gerokai didesnė už dabartinę vertę, ir investitorių patraukia numatomas pelnas.

Sakykime, kad padaugėja investitorių, norinčių įsigyti nulinio kupono obligacijų, ir tų obligacijų kainos pakyla. Dabartinė tų obligacijų vertė, palyginti su būsimąja verte, pakyla, taigi, tų obligacijų palūkanų norma sumažėja. Ir atvirkščiai, jeigu nulinio kupono obligacijų pasiūla padidėtų paklausai nepasikeitus, tų obligacijų kainos sumažėtų; to rezultatas — šių obligacijų normos padidėtų.

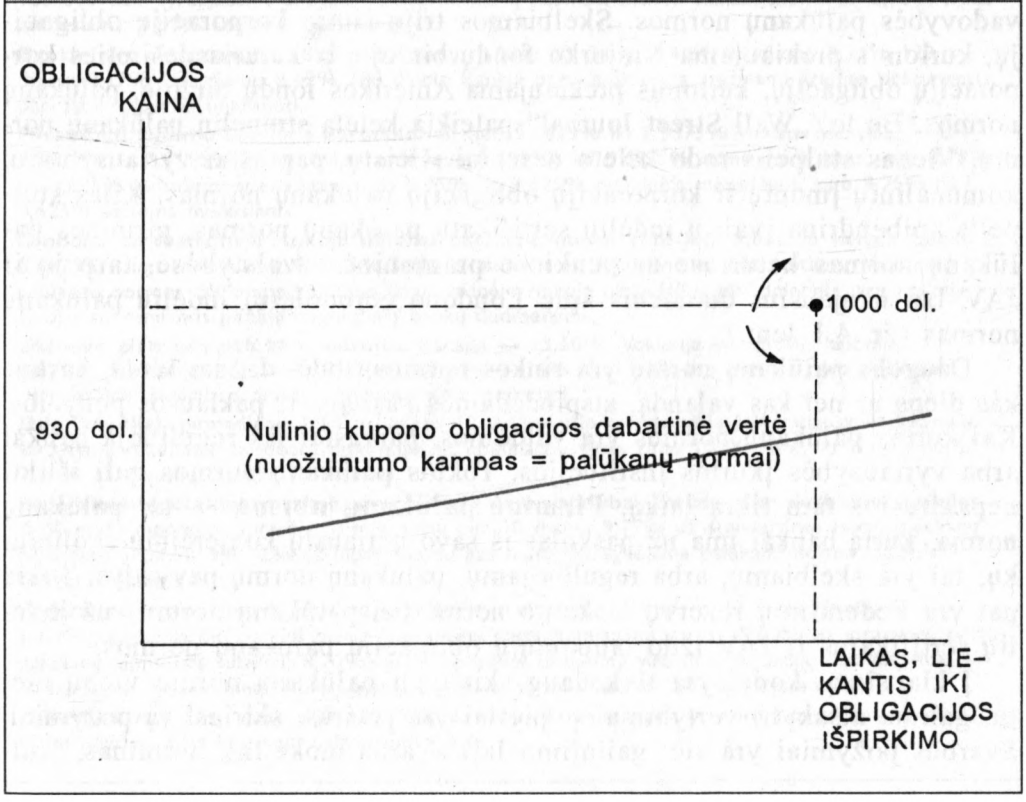
Tų obligacijų dabartinės vertės padidėjimas, palyginti su būsimąja verte, savaime siejasi su palūkanų normos sumažėjimu. Sakykime, vienerių metų nulinio kupono obligacijos būsimoji vertė yra 1000,00 dol., o dabartinė vertė — 920,00 dol. Palūkanų norma — tų dviejų verčių santykis (1000,00 dol. / 920,00 dol.) — lygi 8,7 procento. Jei tų obligacijų paklausa padidės ir jų kainos pakils iki 930,00 dol., tada palūkanų norma sumažės (1000,00 dol. / 930,00 dol.) iki 7,5 procento.

Dabartinės ir būsimosios vertės skirtumo pakitimų bei palūkanų normos

pasikeitimų ryšys yra panašus į klausimą, kas atsirado anksčiau — višta ar kiaušinis; kitaip tariant, ar dabartinės vertės padidėjimas, palyginti su būsimąja verte, sąlygoja palūkanų normos sumažėjimą, ar palūkanų normos sumažėjimas sąlygoja dabartinės vertės, palyginti su būsimąja verte, padidėjimą. Atsakymas: palūkanų normos pokyčiai yra kainos, kurią investitoriai moka už obligaciją (o tai atsiliepia būsimajai vertei) pasikeitimo rezultatas. Palūkanų normų pokyčiai nenukrinta iš dangaus; jie atspindi skolininkų ir skolintojų prognozes dėl skolinimo ir skolinimosi naudingumo.

Būsimosios, dabartinės vertės ir palūkanų normos ryšys yra pavaizduotas 4.1 diagramoje. Horizontalioji ašis rodo laiką, obligacijos išpirkimo terminą; apmokėjimo data, kai obligacijos kaina bus 1000,00 dol., yra pažymėta dešinėje. Likęs laikas iki obligacijos apmokėjimo — obligacijos galiojimo trukmė — yra matuojamas nuo kairėje nubrėžtos vertikaliosios ašies. Šios obligacijos ir kitų atitinkamų nulinio kupono obligacijų kainos

4.1 diagrama. Dabartinės, būsimosios vertės ir palūkanų normos ryšys. Dabartinė vertė yra vaizduojama kaip tiesė, einanti iki būsimosios vertės. Pirmiausia linija sujungia pirkimo kainą su būsimąja verte, bet kintanti rinka sąlygoja svyravimus aukštyn arba žemyn, taigi ir palūkanų norma mažėja, o dabartinė vertė didėja ir atvirkščiai



yra matuojamos pagal vertikaliąją ašį. Linijos, jungiančios dabartinę nulinio kupono obligacijos vertę su būsimąja verte mokėjimo dieną, nuožulnumas rodo palūkanų normą; iš šio nuožulnumo matyti obligacijos kainos padidėjimas per laiko vienetą. Galima tikėtis, kad savaitė po savaitės, mėnuo po mėnesio obligacijos kaina, arba jos dabartinė vertė, palyginti su būsimąja verte, padidės; šis kainos didėjimas atsiranda dėl investitorių laukiamų pajamų.

Dabar tarkime, kad investitorių optimizmas padidėja, ir jie nusprendžia, kad verta mokėti už obligaciją didesnę kainą. Kaina, arba dabartinė obligacijos vertė, palyginti su būsimąja verte, padidėja. Nuožulnumas sukasi aplink būsimąją vertę. Palūkanų normos mažėja.

PALŪKANŲ NORMŲ SKIRTUMAI

Bet kurią dieną „Wall Street Journal" pateikia keletą šimtų palūkanų normų. Pateikiamos palūkanų normos daugiau nei 40 JAV iždo vekselių, 30 mokėjimo įsipareigojimų, išleistų JAV iždo, ir 40 JAV iždo obligacijų. Pateikiamos penkiasdešimties neapmokestinamų obligacijų, kurias parduoda vietinė administracija valstijose, pavyzdžiui, Niū Džersio Ternpaiko, Niujorko savitarpio pagalbos korporacijos, Vašingtono valstybinės energetikos vadovybės palūkanų normos. Skelbiamos trijų šimtų korporacijų obligacijų, kuriomis prekiaujama Niujorko fondų biržoje, ir keturiasdešimties korporacijų obligacijų, kuriomis prekiaujama Amerikos fondų biržoje, palūkanų normos. Be to, „Wall Street Journal" pateikia keletą stulpelių palūkanų normų. Vienas stulpelis rodo keleto neseniai išleistų, paprastai vyriausybinių, komunalinių įmonių ir korporacijų obligacijų palūkanų normas. Kitas stulpelis apibendrina įvairių indėlių sertifikatų palūkanų normas, pirmines palūkanų normas keturiose ar penkiose pramoninėse valstybėse, tarp jų ir JAV, bei naujausius duomenis apie Londono eurodolerių indėlių palūkanų normas (žr. 4.1 lent.).

Daugelis palūkanų normų yra rinkos normos, todėl dažnai kinta, kartais kas dieną ar net kas valandą, atspindėdamos pasiūlos ir paklausos pokyčius. Kai kurios palūkanų normos yra valdomos, paprastai jas reguliuoja bankai arba vyriausybės įkurtos institucijos. Tokios palūkanų normos gali išlikti nepakitusios tam tikrą laiką. **Pirminė palūkanų norma** — tai palūkanų norma, kurią bankai ima už paskolas iš savo geriausių komercinių skolininkų; tai yra skelbiamų, arba reguliuojamų, palūkanų normų pavyzdys. Tokia pat yra Federalinių rezervų diskonto norma bei palūkanų normos už indėlių sertifikatus ir JAV iždo taupomųjų obligacijų palūkanų normos.

Į klausimą, kodėl yra tiek daug skirtingų palūkanų normų vienu metu, galima atsakyti: vertybiniai popieriai yra įvairūs, skiriasi jų požymiai. Svarbūs požymiai yra šie: galiojimo laikas arba mokėjimo terminas, jaut-

4.1 lentelė. Pagrindinės palūkanų normos JAV ir užsienyje. Duomenys iš 1989 m. liepos 14 d., penktadienio, „Wall Street Journal"

Pinigų palūkanų normos

Ketvirtadienis, 1989 m. liepos 13 d.

Žemiau nurodytos pagrindinės metinės palūkanų normos JAV ir užsienyje atspindi vyraujantį lygį, bet ne visada atitinka konkrečius sandėrius.

Pirminė palūkanų norma: nuo 10,5% iki 11%. Bazinė norma už korporacijų paskolas didelių JAV finansinių centrų komerciniuose bankuose.

Federaliniai fondai: 9,4375% — siūlyta. Prekyba vienos dienos rezervais tarp komercinių bankų 1 mln. JAV dolerių ir didesnėmis sumomis. Šaltinis: Fulton Prebon (U.S.A.) Inc.

Diskonto norma: 7%. Atskaitymas už paskolas, duotas Niujorko federalinio rezervų banko indėlių įstaigoms.

Paskolos iki pareikalavimo: nuo 10% iki 10,25%. Mokestis už antrines paskolas fondų biržos brokeriams.

Komerciniai vekseliai, tiesiogiai išleisti „General Motors Acceptance Corp.": 8,775% nuo 30 iki 44 dienų; 8,67% nuo 45 iki 59 dienų; 8,50% nuo 60 iki 89 dienų; 8,35% nuo 90 iki 119 dienų; 8,20% nuo 120 iki 149 dienų; 8,15% nuo 150 iki 179 dienų; 7,85% nuo 180 iki 270 dienų.

Komerciniai vekseliai: gerai vertinami neapdrausti vekseliai, kuriuos parduoda pagrindinių korporacijų dyleriai, mažiausiai po 1000 dol.: 8,88% 30 dienų; 8,70% 60 dienų; 8,60% 90 dienų.

Indėlių sertifikatai: 8,63% vieno mėnesio; 8,52% dviejų mėnesių; 8,51% trijų mėnesių; 8,40% šešių mėnesių; 8,29% vienerių metų. Pagrindiniai Niujorko bankai pirminėje rinkoje didžiausias vidutines palūkanas paprastai moka už indėlius, viršijančius 1 mln. dolerių. Mažiausia suma — 100 000 dol. Vyraujančios antrinės rinkos palūkanų normos: 8,85% vienam mėnesiui; 8,70% trims mėnesiams; 8,50% šešiems mėnesiams.

Bankininkų akceptavimai: 8,83% 30 dienų; 8,60% 60 dienų; 8,48% 90 dienų; 8,32% 120 dienų; 8,17% 150 dienų; 8,12% 180 dienų. Bankui pagal susitarimą grąžinami kredito dokumentai, paprastai importui finansuoti.

Paskutinio leidimo Londono eurodoleriai: nuo 9,0625% iki 8,9375% vienam mėnesiui; nuo 8,9375% iki 8,8125% dviem mėnesiams; nuo 8,8125% iki 8,6875% trims mėnesiams; nuo 8,75% iki 8,625% keturiems mėnesiams; nuo 8,75% iki 8,625% penkiems mėnesiams; nuo 8,75% iki 8,625% šešiems mėnesiams.

Londono tarpbankinėje rinkoje siūloma palūkanų norma (LIBOR): 9,0625% vienam mėnesiui; 8,8125% trims mėnesiams; 8,6875% šešiems mėnesiams; 8,5% vieneriems metams. Vidutinės palūkanų normos, siūlomos Londono tarpbankinėje rinkoje už indėlius JAV doleriais, yra apskaičiuojamos remiantis penkių pagrindinių bankų duomenimis.

Užsienio pirminės palūkanų normos: Kanada — 13,50%, Vokietija — 8,50%, Japonija — 4,875%, Šveicarija — 8,50%, Didžioji Britanija — 14%. Šios palūkanų normos nėra tiesiogiai palyginamos, skolinimo praktika įvairiose vietose skiriasi.

Iždo vekseliai: pirmadienį, 1989 m. liepos 10 d., įvykusio trumpalaikių JAV vyriausybės vekselių varžytynių rezultatai: parduota diskontuojant nominalinę vertę (nuo 10 000 dol. iki 1 mln. dol.): 7,76% 13 savaičių; 7,50% 26 savaitės.

Federalinė hipotekinių paskolų gyvenamųjų namų statybai korporacija: skelbiamos pajamos iš 30 metų hipotekos sutarčių, įsigaliojančių per 30 dienų. 9,77% už standartines tvirtų palūkanų hipotekos sutartis; 9%, 2% už hipotekas su kas metai koreguojama palūkanų norma. Šaltinis: Telerate Systems Inc.

Federalinė nacionalinė hipotekos asociacija: skelbiamos pajamos iš 30 metų hipotekos sutarčių, įsigaliojančių per 30 dienų (įkainojama pagal nominalinę vertę). 9,69% už įprastines tvirtų palūkanų hipotekos sutartis; 8,70%, 6/2 — perkant draudimą viršutinei palūkanų normos ribai — už hipotekas su kas metai koreguojama palūkanų norma. Šaltinis: Telerate Systems Inc.

„Merrill Lynch Easy Assets Trust": 9,01%. Vidutinė metinė pajamų norma pagal paskutinių 30 dienų išlaidas; nėra būsimųjų pajamų prognozės.

rumas įsipareigojimų nevykdymui, apmokestinimas, valiuta ir išleidimo vieta arba politinė rizika.

Skolininkai — įvairios vyriausybės ir ūkinės bei finansinės firmos — siekia iki minimumo sumažinti savo grynąsias palūkanų išmokas. Tuo tikslu jie dažniau ar rečiau keičiasi savo skoliniais įsipareigojimais. Noras padidinti savo išleistų vertybinių popierių patrauklumą investitoriams arba norintiems taupyti skatina skolininkus savo pasyvinius įsipareigojimus pardavinėti likvidžioje rinkoje. Kiekvienas investitorius susipažįsta su vertybinių popierių požymiais ir perka tuos, kurie už jo riziką gali duoti didžiausią pelną. Kiek kuris požymis svarbus investitoriui, priklauso nuo paties skolintojo arba investitoriaus ypatybių, pavyzdžiui, nuo investitoriaus požiūrio į skirtingas rizikos rūšis arba nuo jo turto.

Be to, kiekvieno vertybinio popieriaus palūkanų normos gali skirtis dėl išorinių veiksnių, vadinasi, gali priklausyti nuo rinkos, kurioje jais yra prekiaujama, ypatybių. Pirmiausia pažiūrėkime, kaip rinkos ypatybės veikia palūkanų normas. Svarbiausias šių rinkų brožas yra **likvidumas**. Likvidumas yra galimybė vertybinį popierių parduoti; tą apibrėžia tam tikros pardavimo apimties parduodamų vertybinių popierių kaina. Sandėrių išlaidos, susidarančios perkant ir parduodant vertybinius popierius arba turtą, atspindi rinkos likvidumą. Šios išlaidos yra skirtumas tarp pirkėjo sumokėtos sumos ir pardavėjo gautos (mažesnės) sumos. Skirtumą tarp gautos ir sumokėtos sumos sudaro įvairūs mokesčiai ir rinkliavos, brokerių ir kitų tarpininkų imami rinkoje; šiuos mokesčius galima laikyti sandėrių išlaidomis. Kuo rinka likvidesnė, tuo mažesnės sandėrių išlaidos ir tuo mažesnės rinkoje parduodamų vertybinių popierių palūkanų normos. Kuo rinka nelikvidesnė, tuo didesnes palūkanas turės mokėti skolininkas, norėdamas parduoti vertybinį popierių investitoriui, nes investitorius norės kompensuoti pardavimo išlaidas. Taigi, ir skolininkas, ir investitorius yra suinteresuoti instituciniais pakeitimais, kurie didina rinkos likvidumą ir padeda mažinti sandėrių išlaidas.

Nekilnojamuoju turtu prekiaujama mažmeninėje rinkoje, kuri nėra likvidi. Paprastai pardavėjas nustato kainą ir laukia pirkėjo pasiūlymo. Pardavėjas retai kada žino, ar tas turtas gali būti parduotas už nurodytą kainą. Pardavėjas negali remtis rinkos kaina, nes šios rūšies turtas nebūna identiškas. Sandėrių išlaidos gyvenamųjų namų prekyboje yra tarp 5 ir 6 procentų; 1 mln. dol. sandėrio išlaidos yra apie 50 000–60 000 dol. Visai kas kita vyriausybinių obligacijų arba užsienio valiutos rinkos, kurios yra labai likvidžios, todėl čia 1 mln. dol. sandėrio išlaidos tesudarytų 300–500 dol. arba 0,03–0,05 procento.

JAV likvidžiausia yra vyriausybės vertybinių popierių rinka, bet šios rinkos viduje skirtingi vertybiniai popieriai skiriasi savo likvidumu, ir tai priklauso nuo vertybinių popierių kiekio bei nuo to, kaip jais yra prekiaujama. Vertybiniai popieriai, išleisti tokių JAV vyriausybinių agentūrų, kaip Federalinis tarpininkavimo kredito bankas ir Federalinis vidaus paskolų

bankas, paprastai turi didesnę palūkanų normą negu vertybiniai popieriai, išleisti JAV iždo, nes skiriasi jų likvidumas. Šių agentūrų išleisti vertybiniai popieriai yra ne taip likvidūs kaip Iždo išleistieji, ir tai pirmiausia dėl nedidelio agentūrų išleistų vertybinių popierių kiekio.

Mokesčių požymis

Rinkos įtaka palūkanų normoms yra išorinė įtaka, nes ji nėra būdinga kiekvienam konkrečiam vertybiniam popieriui. Specifiniai požymiai kyla iš paties vertybinio popieriaus. Jie yra tokie: mokesčių veikimas, jautrumas įsipareigojimų nevykdymui, politiniai veiksniai, valiutų skirtumai ir galiojimo trukmė.

Sakykime, kad skirtingas pajamų už palūkanas apmokestinimas yra susijęs su vertybinio popieriaus nuosavybe. 12 procentų apmokestinamos palūkanos neatrodo taip patraukliai (kai mokami 25 procentų mokesčiai), kaip 10 procentų neapmokestinamos palūkanos. Kiekvienas investitorius nori maksimizuoti savo pajamas, kurios lieka sumokėjus mokesčius. Taigi investitoriams daro įtaką galiojantis pajamų iš palūkanų, dividendų ir kapitalo prieaugio apmokestinimo lygis. Kiekvienas investitorius lygina vertybinius popierius pagal tai, ar už juos gautos minėtos pajamos yra apmokestinamos ir kokį pelną duoda kiekviena vertybinių popierių rūšis sumokėjus mokesčius. Kuo didesni tam tikros vertybinių popierių rūšies pajamų mokesčiai, tuo didesnes pajamas prieš sumokant mokesčius turi jie duoti, kad kompensuotų investitoriui mokesčių išlaidas.

JAV konstitucijoje rašoma, kad pajamos, gautos iš palūkanų už valstijos vyriausybės arba jos padalinio išleistus vertybinius popierius, yra neapmokestinamos federaliniu pajamų mokesčiu. (Šis teiginys negalioja atvirkščiai — valstijų vyriausybės apmokestina pajamas iš palūkanų, gautų už federalinės vyriausybės vertybinius popierius.) Dėl to kai kurie investitoriai teikia pirmenybę neapmokestinamoms valstijų ir vietinės valdžios išleistoms obligacijoms, o ne apmokestinamoms JAV ar įvairių užsienio šalių vyriausybių arba JAV ar užsienio korporacijų išleistoms obligacijoms net ir tuo atveju, kai palūkanos už JAV vyriausybės obligacijas yra keletu procento dalių aukštesnės negu valstijų arba vietinės valdžios neapmokestinamų obligacijų palūkanų normos. Sakykime, apmokestinamų obligacijų palūkanų norma yra 9,20 procento, o neapmokestinamų obligacijų — 7,50 procento. Ar investitorius pasirinks obligaciją su aukštesne palūkanų norma, priklausys nuo to, kokio dydžio yra mokesčiai. Kiekvienas investitorius palygina palūkanas už apmokestinamą obligaciją, liekančias sumokėjus mokesčius, ir palūkanas, gaunamas už neapmokestinamas obligacijas; investitoriai pasirenka skirtingai, nes jų ribinės mokesčių normos skiriasi. Kuo aukštesnė tam tikro investitoriaus ribinė mokesčių norma, tuo labiau tikėtina, kad iš bet kokios palūkanų normų skirtumų grupės investitorius pasi-

rinks neapmokestinamus vertybinius popierius. Investitoriui su žema ribine mokesčių norma vargu ar bus patrauklūs neapmokestinami vertybiniai popieriai; jis geriau pirks apmokestinamus vertybinius popierius, nes pajamos, gautos už apmokestinamus vertybinius popierius sumokėjus mokesčius, bus didesnės negu pajamos už neapmokestinamus vertybinius popierius.

Visada yra grupė investitorių, kuriems pajamos, gautos iš apmokestinamų vertybinių popierių sumokėjus mokesčius ir pajamos iš neapmokestinamų vertybinių popierių yra panašios arba lygios; tiems investitoriams palūkanų normų skirtumus prieš sumokant mokesčius daugiau ar mažiau kompensuoja mokesčių normų skirtumai. Šių investitorių preferencijos gali pasikeisti dėl jų ribinės mokesčių normos pasikeitimo; kai ribinės mokesčių normos padidėja, jie pasirenka neapmokestinamus vertybinius popierius.

Skirtumas, arba atotrūkis, tarp apmokestinamų ir neapmokestinamų vertybinių popierių palūkanų normos kinta dėl trijų veiksnių — aukščiausios ribinės mokesčių normos lygio pasikeitimo, neapmokestinamų vertybinių popierių pasiūlos, palyginti su apmokestinamais vertybiniais popieriais, pasikeitimo, ir palūkanų normų pakitimo. Jei ribinė mokesčių norma padidėja, kai kurie investitoriai, esantys didžiausio apmokestinimo grupėje, perkelia savo indėlius iš apmokestinamų vertybinių popierių į neapmokestinamus, taigi skolininkai, išleidę apmokestinamas obligacijas, privalės mokėti didesnes palūkanas, kad kompensuotų investitoriams didesnius mokesčius. Vadinasi, aukščiausias ribinės mokesčių normos padidėjimas sąlygoja skirtumo tarp palūkanų, mokamų už apmokestinamus ir neapmokestinamus vertybinius popierius, padidėjimą. Dėl neapmokestinamų vertybinių popierių pasiūlos padidėjimo, palyginti su apmokestinamais vertybiniais popieriais, padidėja tų vertybinių popierių palūkanų normos, o be to, sumažėja skirtumas tarp apmokestinamų obligacijų ir neapmokestinamų obligacijų palūkanų normų. Galų gale, padidėjus palūkanų normų lygiui, apmokestinamų vertybinių popierių palūkanų normos, palyginti su neapmokestinamų vertybinių popierių palūkanų normomis, padidėja tiek, kad kompensuotų investitoriams didesnius mokesčius, kuriuos jie privalo mokėti už didesnes pajamas iš palūkanų.

Jautrumo įsipareigojimų nevykdymui požymis

Kadangi investitoriai suvokia, kad įvairūs vertybiniai popieriai skiriasi savo jautrumu dėl įsipareigojimų nevykdymo, šių vertybinių popierių palūkanų normos skiriasi. „General Motors“, tvirta, solidžiai finansuojama firma, neturi mokėti už pritraukiamas lėšas tiek daug, kiek Rytų avialinijos, kurios neseniai įlindo į milžiniškas skolas. Ne tokie rizikingi dėl galimo įsipareigojimų nevykdymo vertybiniai popieriai yra popieriai, išleisti JAV vyriausybės; taip yra daugiausia todėl, kad JAV vyriausybė gali gauti lėšų palū-

kanoms už savo vertybinius popierius išmokėti, nes turi teisę nustatinėti mokesčius ir kontroliuoja Federalinę rezervų sistemą, kuri JAV atitinka centrinį banką. (Tikintis, kad centrinis bankas finansuos palūkanų išmokėjimą už valstybės skolą, gali kilti kitų problemų, ypač gali padidėti infliacija.) Skolininkų — valstijų ir vietinių vyriausybių bei įvairių korporacijų išleistus vertybinius popierius įvairios agentūros rikiuoja pagal jautrumo įsipareigojimų nevykdymui požymį. Bazė reitingui nustatyti agentūroms yra keletas kriterijų, įskaitant skolininko skolos dydį, jo pajamų stabilumą, jo palūkanų išmokų santykį su pajamomis.

Vertybinių popierių, kurie, manoma, yra jautresni įsipareigojimų nevykdymui, palūkanos yra didesnės negu tų, kurie laikomi ne taip jautriais šiai rizikai; kuo didesnis jautrumas įsipareigojimų nevykdymui, tuo didesnė tų vertybinių popierių palūkanų norma. Svarbus empirinis pastebėjimas — didesnė palūkanų norma, skolininkų mokama už didesnę riziką, taip pat yra susijusi su papildoma rizika. Galimi atsakymai yra du. Pirmas: palūkanų normos atitinkamai diferencijuojamos pagal įsipareigojimų nevykdymo tikimybę ir galimų nuostolių mastą, taigi rizikingų obligacijų savininkams iš dalies kompensuojama, bet tik iš dalies, t. y. už nuostolius, kuriuos šie gali patirti dėl skolininkų įsipareigojimų nevykdymo. Išvada: didesnės rizikos obligacijas pasirenkančių investitorių grynosios pajamos nėra daug didesnės, negu tų investitorių, kurie renkasi ne taip rizikingus vertybinius popierius. Kitas požiūris: palūkanų normų nevienodumas yra labai susijęs su nuostoliais, patiriamais iš didelės rizikos vertybinių popierių; dėl to už riziką mokama papildoma suma, kuri įskaičiuojama į palūkanų normą; ši papildoma suma ir yra papildomas priedas investitoriams už tai, kad jie investavo nepaisydami netikrumo ir galimų nuostolių.

Papildomo priedo už riziką teorijos teisingumu imta abejoti paplitus šiukšlinėms (menkavertėms) obligacijoms (angl. junk bonds). Tų obligacijų palūkanos 3–4 procentais didesnės negu įprastinių obligacijų. Šiukšlinės obligacijos yra tos, kurios neįtraukiamos į reitingus, ir tos, kurios yra išleistos firmų, anksčiau neleidusių obligacijų. Pavadinimas *šiukšlinė obligacija*, rodos, turėtų kenkti skolininko interesams; investitorius, pirkdamas obligacijas, kurių pavadinime yra žodis *šiukšlės*, norėtų didesnės palūkanų normos, negu panašių požymių ir ne taip menkinamai vadinamų obligacijų. Norėdamas paskatinti investitorius pirkti obligacijas, neįtrauktas į reitingus, skolininkas moka žymiai didesnes palūkanas. Didelis palūkanų normų skirtumas paaiškinamas tuo, kad šie skolininkai nėra pakankamai patikimi — praeityje jie neturėjo galimybių įrodyti savo sugebėjimų laikytis įsipareigojimų. Kadangi šiukšlinių obligacijų istorija yra trumpa, dar nėra pakankamai duomenų, iš kurių būtų galima daryti išvadas, ar palūkanų norma apima nepaprastai didelį atlyginimą už riziką ir ar žymiai didesnė palūkanų norma yra proporcinga įsipareigojimų nevykdymo tikimybei bei nuostoliams, kuriuos gali patirti investitorius.

Skirtumas tarp JAV vyriausybės ir korporacijų obligacijų palūkanų nor-

mų arba tarp AAA reitingo korporacijų ir BBB reitingo korporacijų obligacijų palūkanų normų, gali keistis dėl įvairių priežasčių, įskaitant santykinės pasiūlos pokyčius. Kuo daugiau naujų korporacijų obligacijų, palyginti su naujai išleistomis vyriausybinėmis obligacijomis, tuo didesnis skirtumas tarp jų palūkanų. Be to, skirtumas didėja nuosmukių arba ne taip aktyvios ūkinės veiklos laikotarpiais, nes tada padidėja įsipareigojimų nevykdymo tikimybė.

Politinis požymis

JAV dolerių obligacijų, išleistų JAV ir užsienio firmų Londone, Ciuriche ir kituose finansų centruose, yra beveik tiek pat daug, kaip JAV dolerių obligacijų, išleistų Jungtinėse Amerikos Valstijose. Svarbiausia priežastis, kodėl JAV doleriais išreikštos obligacijos buvo leidžiamos užsienio finansų centruose, o ne Niujorke, yra ta, kad grynosios palūkanų normos buvo mažesnės, nes skolininkams nereikėjo daryti kai kurių išlaidų, kurių nebūtų buvę galima išvengti obligacijas leidžiant Niujorke. Pagrindinės išlaidos buvo mokesčiai. 1953 metais JAV iždas priėmė palūkanų sulyginimo mokestį, kuriuo buvo norima sumažinti JAV doleriais išreikštų vertybinių popierių pardavimą Niujorke ir sumažinti JAV tarptautinių mokėjimų deficitą; JAV gyventojai, pirkdami tuos vertybinius popierius, privalėjo mokėti 1–2 procentų mokestį. Taigi grynosios tų vertybinių popierių išleidimo Niujorke išlaidos padidėjo mokesčio dydžiu, ir JAV investitoriai norėjo, kad jiems būtų kompensuojama už mokestį; jei mokestis lygus vienam procentui, tai investitoriai norėjo, kad ir palūkanų norma būtų didesnė vienu procentu. Užsienio skolininkai buvo skatinami parduoti naujas obligacijų laidas Londone arba Ciuriche, kad išvengtų šio mokesčio. Investitorius ne Jungtinėse Valstijose patraukė JAV dolerių obligacijos, išleistos Londone arba Ciuriche; dažnai jie parduodavo JAV dolerių obligacijas, anksčiau įsigytas Niujorke, ir didindavo savo pelną, arba grynąsias pajamas, mat palūkanos už eurodolerių obligacijas buvo didesnės.

Be to, pajamų mokestis už JAV dolerių obligacijų, išleistų Niujorke, palūkanas buvo išskaičiuojamas pagal gyvenamąją vietą. Investitoriai, gyvenantys ne Jungtinėse Valstijose, nebuvo apmokestinami tuo mokesčiu. Išskaičiuotą mokestį jie galėjo pareikalauti grąžinti, bet mokesčio atgavimo procedūra buvo sudėtinga, ir jie prarasdavo palūkanas už lėšas, kurios tam tikrą laiką buvo išskaičiuojamos. Taigi tie investitoriai pirkdavo Londone arba Ciuriche išleistas JAV dolerių obligacijas, norėdami išvengti rūpesčių susigrąžinti išskaičiuotus mokesčius.

Pagaliau įstatymas reikalavo, kad JAV išleistos obligacijos būtų registruojamos savininko vardu, tuo tarpu ne Jungtinėse Valstijose obligacijos galėjo būti leidžiamos pateikėjo forma (neregistruojamos savininko vardu) —

obligacijos savininkas yra anoniminis, ir ta aplinkybė patraukia daugelį investitorių, kurie, galimas daiktas, nenori skelbti savo turto. Kai kurie investitoriai teikė pirmenybę tokioms obligacijoms ir mokėjo už jas brangiau. Pateikėjo formos taikymas veikė ta linkme, kad palūkanų normos už ne Jungtinėse Valstijose išleistas JAV dolerių obligacijas turėjo būti mažesnės, negu už JAV dolerių obligacijas, išleistas Jungtinėse Valstijose.

Jeigu palūkanos už JAV dolerių obligacijas, išleistas Londone arba Ciuriche, yra didesnės, negu už obligacijas, išleistas Niujorke, kyla klausimas, kodėl atsiranda investitorių, kurie perka Niujorke išleistas dolerių obligacijas ir atsisako didesnių pajamų, kurias galėtų gauti už užsienyje leistas obligacijas. Ogi tie investitoriai ar bent kai kurie iš jų bijo, kad kurios nors šalies valdžia gali įvesti valiutos kontrolę, kuri suvaržytų kapitalo repatriaciją iš užsienio finansų centro į Jungtines Valstijas. Taigi skirtumas tarp palūkanų normos už eurodoleriais išreikštas obligacijas ir palūkanų normos už tokio pat tipo obligacijas, išleistas Niujorke, atspindi mokestį, reikalaujamą ribinio investitoriaus už prisiimtą politinę riziką, susijusią su ne Jungtinėse Valstijose išleistomis dolerių obligacijomis. Skirtumai tarp Niujorke išleistų dolerių obligacijų ir tokio pat tipo dolerių obligacijų, leidžiamų Europos finansų centruose, gali atspindėti arba politinės rizikos laipsnį dėl ne Jungtinėse Valstijose išleistų JAV dolerių obligacijų, arba eurodoleriais išreikštų obligacijų pasiūlos pakitimus, palyginti su tokio pat tipo obligacijų, išleistų Jungtinėse Valstijose, pasiūla.

Valiutos požymis

Dauguma vertybinių popierių, minimų „Wall Street Journal" ir kituose JAV laikraščiuose, yra išreikšti JAV doleriais; palūkanos išmokamos ir paskolos grąžinamos JAV doleriais. Bet už kai kuriuos vertybinius popierius palūkanos mokamos ir pagrindinė suma grąžinama užsienio valiuta, pavyzdžiui, Šveicarijos frankais, Vokietijos markėmis arba Japonijos jenomis. Šių vertybinių popierių palūkanų normos skiriasi nuo tokio pat tipo JAV doleriais išreikštų vertybinių popierių palūkanų normų dėl keleto priežasčių, įskaitant ir numatomus valiutos kurso pakitimus JAV dolerį išreiškiant užsienio valiuta. Pavyzdžiui, jei investitoriai tikisi, kad Didžiosios Britanijos svaras sterlingų nuvertės, palyginti su JAV doleriu, jie reikalauja didesnės palūkanų normos už britų svarais išreikštus vertybinius popierius, kad jiems būtų kompensuoti galimi nuostoliai. Išvada: kuo spartesnis numatomas britų svaro nuvertėjimas, tuo didesnė palūkanų norma už britų svarų vertybinius popierius, palyginti su palūkanų norma už JAV doleriais išreikštus vertybinius popierius.

Be to, skirtinga valiuta išreikštų analogiškų obligacijų palūkanų skirtumas gali apimti priedą už riziką, panašiai kaip ir mokestis, kompensuojan-

tis investitorių riziką dėl įsipareigojimų nevykdymo obligacijų rinkoje. Jei investitoriai yra įsitikinę, kad vertybiniai popieriai, išreikšti tam tikra valiuta, yra rizikingesni, nes ta valiuta ne taip stabili valiutų rinkoje, jie gali reikalauti papildomo užmokesčio, kompensuojančio tą riziką. Taip yra todėl, kad investicijos į vertybinius popierius, išreikštus kai kuriomis valiutomis, yra rizikingesnės, negu į analogiškus vertybinius popierius, išreikštus kitomis valiutomis.

Skirtumo tarp palūkanų normų už JAV dolerių obligacijas ir analogiškas obligacijas, išreikštas kitomis valiutomis, pasikeitimas pirmiausia atspindėtų prognozuojamą JAV dolerio keitimo į kitas valiutas kurso pasikeitimą. Kai investitoriai ims prognozuoti, kad infliacija Jungtinėse Valstijose bus didesnė, palyginti su infliacija Vokietijoje ir Japonijoje, palūkanų normos už JAV doleriais išreikštus vertybinius popierius padidės.

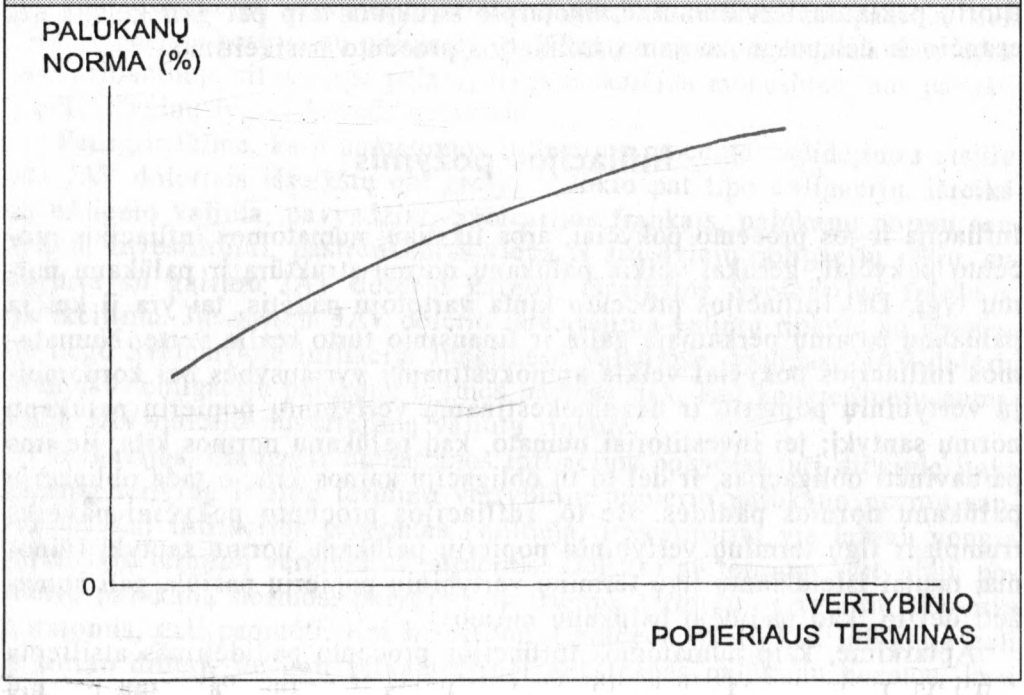
Skolos termino požymis; termino struktūra

Vertybiniai popieriai skiriasi ir pagal skolos grąžinimo laikotarpio sąlygas — kada skolininkas turi grąžinti skolą. Visoms kitoms sąlygoms esant lygioms, trumpų terminų vertybinių popierių palūkanų normos skirsis nuo ilgų terminų vertybinių popierių palūkanų normų; paprastai ilgų terminų vertybinių popierių palūkanų normos yra didesnės negu trumpų terminų. Panašių, išskyrus apmokėjimo terminus, vertybinių popierių palūkanų normų santykiai paskatino atsirasti palūkanų normų **termino struktūros** teoriją.

Investitoriai gali nenorėti pasitikėti ilgų terminų vertybiniais popieriais tol, kol jie nebus tikri dėl ilgo laikotarpio palūkanų normų lygio. Investitoriai nežino, kada yra labiausiai tikėtina, kad palūkanų normos padidės tiek, kad obligacijų kainos ims kristi, arba sumažės tiek, kad obligacijų kainos ims kilti. Jie gali manyti, jog yra tikėtina, kad palūkanų normos arba didės, arba mažės. Bet jiems žiūrint iš asmeninės gerovės pozicijų, palūkanų normų didėjimas, palyginti su mažėjimu, yra ne taip svarbu, kaip palūkanų normų mažėjimas vietoj numatyto didėjimo. Dėl šios nepalankios reakcijos į netikrumą investitorius gali pareikalauti papildomo atlyginimo už tai, kad perka ilgų terminų vertybinių popierių, užuot pirkęs keletą trumpų terminų vertybinių popierių.

Skolininkai, atvirkščiai, gali siekti sumažinti visumines palūkanų išlaidas kaip ir būtinybę nuolat refinansuoti trumpų terminų vertybinius popierius. Taigi skolininkai mieliau mokės kiek didesnes palūkanas išleisdami ilgų terminų vertybinius popierius, negu mokės už vidutines trumpų terminų paskolų serijas. Taip jie galėtų sutaupyti sandėrių išlaidų ir apsidrausti nuo galimo investitorių lėšų sumažėjimo. Taigi pagrindiniai kylančios **pelno kreivės** veiksniai gali būti skolintojų likvidumo pirmenybė investitoriams ir garantuotos kredito galimybės skolininkams.

4.2 diagrama. Pelno kreivė. Pelno kreivė kairėje rodo trumpų terminų vertybinių popierių palūkanų normą, o dešinėje — ilgų terminų vertybinių popierių palūkanų normą. Ilgų terminų vertybiniai popieriai paprastai duoda didesnes palūkanas, nes jie yra ne taip likvidūs kaip trumpų terminų vertybiniai popieriai



Ši pelno kreivė yra parodyta 4.2 diagramoje. Vertybinio popieriaus skolos terminas parodytas horizontaliojoje, palūkanų norma — vertikaliojoje ašyje. Pelno kreivė kairėje rodo palūkanų normas, mokamas už trumpų terminų vertybinius popierius, o dešinėje — ilgų terminų vertybinius popierius.

Vienas iš laikotarpio struktūros teorijos teiginių yra tas, kad ilgo laikotarpio palūkanų normos atspindi numatomas trumpo laikotarpio palūkanų normas; išvada — jei investitoriai nenumato jokių trumpo laikotarpio palūkanų normų pasikeitimų, palūkanų normos už ilgų terminų vertybinius popierius bus lygiai tokios pat kaip ir už trumpų terminų vertybinius popierius. Kita nuomonė: palūkanų normos už ilgų terminų vertybinius popierius turėtų būti didesnės negu už trumpų terminų vertybinius popierius, ir taip turi būti pirmiausia todėl, kad investitoriai teikia pirmenybę likvidumui — nori, kad jiems būtų kompensuojama už pinigų įšaldymą ilgam laikotarpiui. Taip ir skolininkai sutinka mokėti atlyginimą už riziką, nes tai padeda apsisaugoti nuo galimo trumpų terminų paskolų palūkanų normų didėjimo.

Papildomo atlyginimo už likvidumą argumentas kylančiai laikotarpio struktūros kreivei yra panašus į argumentus dėl papildomo atlyginimo už ri-

ziką dėl šiukšlinių obligacijų ir į argumentus dėl papildomo atlyginimo už obligacijų užsienio valiuta arba JAV dolerių nominalo obligacijų, išleistų Londone, galimą riziką. Kiekvieno šio papildomo atlyginimo svarba yra empiriška.

Palūkanų normų laikotarpio struktūra pasikeis tada, kai pasikeis investitorių paklausa likvidumui. Laikotarpio struktūra taip pat gali keistis dėl esančio ir dėl prognozuojamo infliacijos procento pasikeitimo.

Infliacijos požymis

Infliacija ir jos procento pokyčiai, arba tiksliau, numatomos infliacijos procento pokyčiai, gerokai veikia palūkanų normų struktūrą ir palūkanų normų lygį. Dėl infliacijos procento kinta vartotojų padėtis, tai yra ji keičia palūkanų pajamų perkamąją galią ir finansinio turto realią vertę. Numatomos infliacijos pokyčiai veikia apmokestinamų vyriausybės bei korporacijų vertybinių popierių ir neapmokestinamų vertybinių popierių palūkanų normų santykį; jei investitoriai numato, kad palūkanų normos kils, jie ims pardavinėti obligacijas, ir dėl to tų obligacijų kainos kris, o tada obligacijų palūkanų normos padidės. Be to, infliacijos procento pokyčiai paveiks trumpų ir ilgų terminų vertybinių popierių palūkanų normų santykį (žinoma, naujai išleidžiamų ilgų terminų vertybinių popierių pasiūla gali sumažėti dėl to, kad padidėjo palūkanų normos).

Aptarkime, kaip numatomos infliacijos procento padidėjimas atsiliepia skirtingų rūšių obligacijų savininkų pajamoms ir turtui. Palūkanų pajamų perkamoji galia sumažės; investitoriai tas obligacijas parduos. Be to, investitoriai dar privalės sumokėti pajamų mokestį už JAV vyriausybės obligacijų ir JAV bei užsienio korporacijų obligacijų palūkanų pajamas. Obligacijos būsimosios vertės perkamoji galia — pagrindinė suma — sumažės tiek, kiek pakils vartojimo kainų lygis. Investitoriai į palūkanų pajamų perkamosios galios sumažėjimą reaguos vis labiau atsisakydami pirkti obligacijas; kai kurie investitoriai savo investicijas verčiau perkels į nekilnojamąjį turtą ir prekes. Kadangi numatomos infliacijos procentas padidės, obligacijų palūkanų normos irgi padidės; palūkanų normų pasikeitimai, gal kiek vėluodami, iš esmės atspindės lygiagrečius infliacijos procento pokyčius.

Dar reikia turėti galvoje, kad apmokestinamų vertybinių popierių nominalinė palūkanų norma padidės labiau negu neapmokestinamų vertybinių popierių nominalinė palūkanų norma, nes investitorius domina reali, likusi atskaičius mokesčius (arba pagal infliaciją patikslinta) kiekvieno vertybinio popieriaus pelno norma. Kai infliacijos procentas padidėja, neapmokestinamų obligacijų palūkanų norma taip pat padidėja, nes investitoriai siekia tokio pat pelno, kokį būtų galėję gauti prieš infliacijos procento padidėjimą. Kadangi JAV vyriausybės ir korporacijų obligacijų palūkanų pa-

jamos yra apmokestinamos, tų palūkanų norma turi atitinkamai padidėti tiek, kad kompensuotų investitoriams papildomus mokesčius, kuriuos jie turi sumokėti. Ji turi padidėti gana žymiai, kad kompensuotų ir numatomą vartojimo prekių kainų lygio padidėjimą, ir didesnius mokesčius už gaunamas didesnes palūkanas. Taigi, jei numatomos infliacijos procentas padidėjo, apmokestinamų obligacijų palūkanų normos savo ruožtu padidės tiek, kiek ir neapmokestinamų obligacijų palūkanų normos. Subalansavimo efektas: infliacinėje situacijoje pelnas, likęs atskaičius mokesčius, bus panašus į pelną, kainų lygiui beveik nekintant.

Panagrinėkime, kaip numatomos infliacijos procento padidėjimas atsiliepia JAV doleriais išreikštų obligacijų ir tokio pat tipo obligacijų, išreikštų užsienio valiuta, pavyzdžiui, Šveicarijos frankais, palūkanų normų santykiui. Investitoriai, pasirenkantys vieną iš šių dviejų obligacijų rūšių, susiduria su galimu JAV dolerio kainos, išreikštos Šveicarijos frankais, pasikeitimu. Jie susieja JAV dolerio nuvertėjimą valiutų rinkoje su spartesne negu Šveicarijoje infliacija Jungtinėse Valstijose. Vadinasi, JAV dolerių nominalo obligacijų palūkanų normos padidės tiek, kad kompensuotų numatomą JAV dolerio nuvertėjimą valiutų rinkoje.

Infliacijos, drauge ir numatomos infliacijos pokyčiai turi didžiulę įtaką trumpų terminų ir ilgų terminų vertybinių popierių palūkanų normų santykiui. Kai infliacijos procentas padidėja, investitoriai vis labiau vengia pirkti ilgų terminų vertybinius popierius. Dėl to ilgų terminų vertybinių popierių palūkanų normos, palyginti su trumpų terminų vertybinių popierių normomis, gali padidėti. Kai investitoriai pradeda tikėti, kad infliacija gali ir toliau didėti, jie gali reikalauti net aukštesnės palūkanų normos, kuri kompensuotų numatomą obligacijų palūkanų perkamosios galios sumažėjimą. Taigi, kuo didesnis netikrumas, tuo didesnis papildomas atlyginimas už riziką.

Priešingai, būna atvejų, tiesa, ne dažnai, ir paprastai ekonominio kilimo laikotarpio pabaigoje, kai ilgalaikių vertybinių popierių palūkanų normos būna mažesnės negu trumpų terminų; mat tada investitoriai numato, kad bendras palūkanų normų lygis kris. Taigi tie investitoriai sutiks atsisakyti didesnės trumpų terminų vertybinių popierių palūkanų normos, nes jie nori išlaikyti didelę vyraujančią ilgų terminų vertybinių popierių palūkanų normą tol, kol ji dar nepradėjo kristi.

SANTRAUKA

1. Ekonomikoje bet kuriuo metu yra šimtai palūkanų normų, kurios atspindi savitus kiekvieno vertybinio popieriaus požymių derinius. Tie požymiai yra tokie: mokėjimo terminai, valiuta, kuria išleistas vertybinis popierius, išmokėjimo vieta ir jautrumas įsipareigojimų nevykdymui.

2. Palūkanų normos skiriasi dėl finansų dokumento likvidumo arba dėl rinkos, kurioje vertybiniai popieriai yra parduodami, savybių.
3. Palūkanų normos atspindi ir mokesčius, kuriuos savininkas privalo mokėti už pajamas, gaunamas iš tam tikrų vertybinių popierių.
4. Palūkanų normos gali visą laiką keistis, atspindėdamos infliacijos lygį ir numatomos infliacijos procento pokyčius. Dėl infliacijos padidėjimo didėja palūkanų normos.
5. Apmokestinamų ir neapmokestinamų vertybinių popierių palūkanų santykis kinta priklausomai nuo palūkanų normų lygio kitimo, nes investitorius domina pelnas, gaunamas atskaičius mokesčius.

PAGRINDINIAI TERMINAI

palūkanų norma	interest rate
dabartinė vertė	present value
būsimoji vertė	future value
kuponinė obligacija	coupon bond
nulinio kupono obligacija	zero-coupon bond
likvidumas	liquidity
pelno kreivė	yield curve
termino pobūdis	term structure
įsipareigojimų nevykdymo rizika	default risk
politinė rizika	political risk

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Paaiškinkite vertybinio popieriaus dabartinės ir būsimosios vertės santykį.
2. Kodėl palūkanų normos mažėja, didėjant dabartinei vertei, palyginti su būsimąja verte?
3. Kokia nulinio kupono obligacijų pasiūlos padidėjimo įtaka dabartinės ir būsimosios tų obligacijų vertės santykiui?
4. Kokie požymiai yra būdingi likvidžioms rinkoms? Kokie požymiai yra būdingi nelikvidžioms rinkoms?
5. Kodėl esant tokioms pat skolos grąžinimo sąlygoms vertybinių popierių, išleistų įvairių JAV agentūrų, palūkanų normos yra didesnės negu vertybinių popierių, išleistų JAV iždo?
6. Kokie yra pagrindiniai finansinio turto požymiai?
7. Kodėl neapmokestinamų vertybinių popierių palūkanų normos gali sumažėti, palyginti su apmokestinamų vertybinių popierių palūkanų normomis?
8. Kaip infliacijos didėjimas atsiliepia neapmokestinamų ir apmokestinamų vertybinių popierių palūkanų normos skirtumui?
9. Ką reiškia jautrumo įsipareigojimų nevykdymui požymis?
10. Kodėl vertybiniai popieriai, išleisti JAV iždo, yra laikomi patikimesniais?

11. Kas yra šiukšlinės obligacijos ir kodėl šių obligacijų palūkanų normos yra daug didesnės negu tradicinių korporacijų išleistų obligacijų?
12. Kodėl Londone išleistų JAV dolerių nominalo obligacijų palūkanų normos yra mažesnės negu Niujorke išleistų JAV dolerių nominalo obligacijų?
13. Kodėl Kanados vyriausybės obligacijų palūkanų normos skiriasi nuo JAV vyriausybės obligacijų palūkanų normų?
14. Ką reiškia termino pobūdis? Kas yra pelno kreivė?
15. Kodėl ilgų terminų JAV dolerių nominalo obligacijų palūkanų normos paprastai yra didesnės negu JAV dolerių nominalo trumpų terminų vertybinių popierių palūkanų normos?
16. Kaip numatomos infliacijos procentų didėjimas atsiliepia palūkanų normų lygiui ir struktūrai?

LITERATŪRA

Sydney Homer. A History of Interest Rates. New Brunswick, N. J. Rutgers University Press, 1963.

Sydney Homer, Richard I. Johannesen. The Price of Money 1946-69. New Brunswick, N. J., Rutgers University Press, 1969.

Richard Roll. The Behavior of Interest Rates. New York, Basic Books, 1970.

Marcia Stigum. The Money Markets. New York, Dow Jones, Irwin, 1983.

5
SKYRIUS

Indėlių įstaigos

Indėlių įstaigos, vietos, kur asmenys ir firmos gali padėti (deponuoti) savo pinigus, 1988 metų pabaigoje kontroliavo daugiau kaip 2500 milijardų dolerių. Šiame skyriuje apžvelgsime, kaip veikia tų įstaigų visuma, kaip ji reguliuojama, panagrinėsime kai kurias su tuo susijusias problemas. Indėlių įstaigos būna keturių rūšių: komerciniai bankai, taupymo ir paskolų asociacijos, taupomieji bankai bei kredito sąjungos[1]. Istoriškai taip susiklostė, kad apžvalgininkai padalijo šią sritį į **bankus**, tai yra komercinius bankus, ir **taupomąsias organizacijas**, kurios apima likusias tris indėlių įstaigų rūšis, ir mes vėliau pamatysime, kad jų skirtumai nėra dideli. Dėl savo dydžio ir reikšmės mokėjimo mechanizmui bei pinigams kurti bankai yra svarbiausios indėlių įstaigos. Taigi mes juos aptarsime detaliau negu taupomąsias organizacijas. Kitame skyriuje atidžiau pažvelgsime į kiekvienos indėlių įstaigos operacijas, panagrinėsime aktyvų, kuriuos jos turi, ir įsipareigojimų, kuriuos prisiima, rūšis. Pastaruoju metu padidėjo užsienio bankų reikšmė Jungtinėse Amerikos Valstijose, o Amerikos bankai suaktyvėjo kitose šalyse. 7 skyriuje aprašoma tarptautinė bankininkystė.

BANKININKYSTĖS ISTORIJOS APŽVALGA

Istoriškai komerciniai bankai labai skiriasi nuo taupomųjų organizacijų. Pirmiausia, jų funkcijos buvo surinkti pinigus atidarant čekines sąskaitas ir paskirstyti juos kaip verslo paskolas. O taupomųjų organizacijų pagrindinė funkcija buvo rinkti pinigus terminuotųjų indėlių, tai yra indėlių, kuriems negalima išrašyti čekių, forma ir paskirstyti pirmiausia kaip paskolas gyventojams, dažniausiai už užstatą.

Sunku net patikėti, bet dar visai neseniai, 8 dešimtmečio viduryje, šeimos paprastai turėdavo čekinę sąskaitą viename banke, negaudamos jokių

[1] Kaip aptarėme 2 skyriuje, pinigų rinkos savitarpio fondai taip pat veikia kaip indėlių įstaigos, bet oficialiai jie yra draudimo firmos, o ne taupomosios organizacijos.

palūkanų, o santaupas dėdavo į palūkanas duodančią sąskaitą banke arba taupomojoje organizacijoje. Vėliau skirtumas tarp bankų ir taupomųjų organizacijų sumažėjo. Komerciniai bankai vis daugiau paskolų duoda namų ūkiui, ir dabar terminuotųjų indėlių jie turi daugiau negu du kartus daugiau nei čekinių indėlių. Antra vertus, taupomosios organizacijos vis daugiau paskolų duoda verslui, be to, priima čekinius indėlius. Tiesa, kai kurios iš jų į savo pavadinimą įsirašė ir žodį *bankas*. Bet vis dėlto bankai daugiau skolina verslui, o taupomosios organizacijos labiau orientuojasi į hipotekines paskolas ir terminuotuosius indėlius. Iš 2.3 diagramos matyti įvairių indėlių įstaigų santykinė reikšmė.

Mūsų pozicija paaiškėtų, giliau pažvelgus į bankininkystės istoriją. Bankininkystė yra sena veiklos rūšis. Paskolas teikiantys bei užsienio valiutas keičiantys bankai egzistavo jau senovės Babilonijoje ir antikinėse civilizacijose, ypač Romoje. Bet šiuolaikinė bankininkystė prasidėjo renesanso laikų Italijoje, kur bankininkai, be užsienio valiutos pirkimo ir pardavimo, dar priimdavo indėlius iki pareikalavimo ir terminuotuosius indėlius. Indėlių pervedimo nurodymas būdavo duodamas žodžiu, savininkui užėjus pas sėdintį prie savo darbo stalo bankininką; taip buvo net ir vėliau, kai čekiai jau buvo žinomi. (Mūsų terminas bankrotas yra atėjęs iš italų kalbos ir reiškia tradiciją, kai nebegalinčio išsimokėti kreditoriams bankininko darbo stalas būdavo sulaužomas.) Žymiausi Italijos bankininkai buvo Medičiai (Medici), šeima, kuri vienu metu valdė Florenciją ir teikė paskolas valdovams ir pirkliams Italijoje ir visoje Europoje.

Anglijoje bankininkystė išsirutuliojo iš auksakalių, kurie priimdavo iš klientų saugoti auksą ir sidabrą, tradicijų. Jie jau tada suprato, kad gali skolinti tiek pinigų, kad tam tikra dalis liktų kaip atsarga, mat tikimybė, kad visi klientai gali pareikalati pinigus grąžinti tuo pačiu metu, yra maža. Jie išduodavo indėlininkams pakvitavimus, kuriuos šie galėdavo perleisti kitiems žmonėms. Kad tokias operacijas būtų patogiau atlikti, pakvitavimuose būdavo rašomos apvalios sumos. Taip tie pakvitavimai tapo privačiais banknotais, tai yra bankininko išleistais ir pareikalavus apmokamais piniginiais ženklais.

Kolonijinio laikotarpio Amerikoje pirmasis atitinkantis šiuolaikinį supratimą bankas buvo Šiaurės Amerikos bankas, įkurtas 1782 metais. Vėliau bankininkystė plito, buvo registruojama vis daugiau ir daugiau bankų; kai kurie iš jų buvo valstijų nuosavybė. Tarp 1781 ir 1861 metų buvo įsteigta daugiau kaip du tūkstančiai penki šimtai bankų, bet daugelis iš jų nebuvo gyvybingi; beveik du penktadaliai iš jų per dešimtį metų nuo įkūrimo dienos turėjo užsidaryti[2].

1791 metais Aleksanderio Hamiltono (Alexander Hamilton) reikalavimu Kongresas įsteigė laikinai nacionalinį banką — Jungtinių Valstijų Pirmąjį

[2] *Benjamin Klebaner.* Commercial Banking in the United States. A History. Hansdale, Ill., Dryden Press, 1974, p. 48.

banką, kuris iš dalies priklausė federalinei vyriausybei. Šis bankas, būdamas daug didesnis už valstijų bankus, laikė federalinės vyriausybės indėlius ir pervesdavo lėšas į įvairias šalies vietas. Jis bandė ir drausminti valstijų bankus, išleidusius per daug banknotų, atsisakydamas priimti jų banknotus mokėjimams arba rinkdamas juos ir paskui nelaimingajam bankui pateikdamas visus iš karto išmokėti auksu.

Nieko nuostabaus, kad kai 1811 metais Pirmojo banko statutas buvo pateiktas Kongresui perregistruoti, valstijų įsteigti bankai mėgino jį sunaikinti. Tarp argumentų prieš buvo ir tokie, kad jis iš dalies yra užsieniečių nuosavybė, kad kišasi į politiką; buvo net suabejota, ar pagal konstituciją Kongresas gali registruoti banką, mėginta kaltinti, kad Pirmasis bankas turi per didelę monopolinę galią. Tie argumentai įveikė. Kongresas neatnaujino Pirmojo banko statuto.

1816 metais buvo įsteigtas Jungtinių Valstijų antrasis bankas, kuriame federalinė vyriausybė turėjo penktadalį akcijų; ji turėjo ir teisę skirti penktadalį direktorių. Nors bankas atliko didelį darbą pažabodamas valstijų bankus, jo statutas nustojo galioti 1836 metais. Taip atsitiko iš dalies dėl to, kad prezidentas Andrus Džeksonas (Andrew Jackson) buvo nusistatęs prieš ekonominės galios koncentraciją Šiaurės rytuose, be to, buvo banko prezidento Nikolo Bidlio (Nicholas Biddle) priešininkas.

XIX amžiaus 4 dešimtmetyje įvyko dar vienas svarbus pasikeitimas bankininkystėje. Iki tol valstijos galėjo registruoti bankus tik išleisdamos specialų teisinį aktą. Dėl to įsigalėjo korupcija ir favoritizmas. 1837 metais Mičigano valstija įsivedė naują sistemą, vadinamąją **laisvąją bankininkystę**. Pagal šią schemą kiekvienas, kas atitinka tam tikrus gana liberaliai nustatytus reikalavimus, galėjo steigti banką, leisti banknotus bei priimti indėlius. Tuo metu jau buvo labai paplitę čekiai. Laisvoji bankininkystė padėjo išvengti buvusios sistemos skandalų, bet sukėlė naujų problemų. Buvo pristeigta daug naujų bankų, šie leido savo banknotus; atsiradus tiek daug skirtingų banknotų, buvo sunku atskirti tikrus banknotus nuo suklastotų arba išleistų neegzistuojančių bankų. Be to, kai kurių nepakankamai patikimų arba toli esančių bankų išleisti banknotai cirkuliavo, turėdami mažesnę nei nominalinę vertę. Pirkliai turėjo tikrinti banknotų registrus ir nustatyti gauto banknoto vertę. Be to, nelabai daug, bet vis dėlto keletas bankų, vadinamųjų slapukų, darė kliūtis išleistiems banknotams keisti į monetas, pavyzdžiui, įsikurdavo labai nuošalioje nepatogioje vietoje. Bankų bankrotai taip pat buvo įprastas reiškinys. Nuostolių dėl bankrutavusių bankų nereikėtų perdėti, nes dauguma žlugusių bankų sugebėdavo apmokėti didelę dalį savo banknotų nominalinės vertės. Be to, dažniausiai bankrotai nebuvo tyčia daromi visuomenei apgauti, jie nebuvo ir per didelės rizikos padarinys. Artūras Rolnikas ir Vorenas Veberis (Arthur Rolnick, Warren Weber) iš Mineapolio federalinio rezervų banko teigė, kad tą sąlygojo valstybinių obligacijų kainų kritimas, o tos obligacijos pagal įstatymą turėjo būti banknotus leidžiančių bankų garantija.

Dėl šių problemų bei dėl to, kad reikėjo kurti papildomą valstybinių obligacijų rinką Pilietiniam karui finansuoti, Kongresas įsteigė Nacionalinę bankų sistemą, kuri pradėjo veikti, paskelbus 1863 metų Nacionalinės valiutos aktą (jis vėliau buvo pakeistas ir pavadintas Nacionalinės bankininkystės aktu). Visų federalinės vyriausybės registruotų nacionalinių bankų išleisti banknotai buvo suvienodinti; tie banknotai buvo lygiai patikimi, nes visi nacionaliniai bankai už kiekvienus 9 dolerius išleistų banknotų privalėjo deponuoti Valiutos kontrolierių įstaigoje 10 dolerių vertės federalinės vyriausybės obligacijų (taigi bankas turėjo įdėti 1 dol. kapitalo, 9 dol. pasiskolinti iš indėlininkų ir laikyti palūkanas duodančias 10 dol. vertės vyriausybines obligacijas). Jeigu toks bankas būtų žlugęs, nacionalinių banknotų savininkams nuostolius būtų padengęs Valiutos kontrolierius iš banko deponuotų obligacijų. Valstijų registruotų bankų banknotų leidimui kelią užkirto įvestas 10 procentų metinis mokestis už išleistus banknotus. Taigi buvo sukurta visiškai kitokia negu buvusieji banknotai valiuta, vienoda ir tvirta, visoje šalyje priimama **nominaline** (tai yra visa) **verte**. Nuo tol lėšos galėjo būti pervedamos visoje šalyje su mažomis išlaidomis, ne didesnėmis už banknotų pervežimo kainą, o dažnai ir dar mažesnėmis. Bet valstijų bankai, kad ir nebegalėdami leisti banknotų, neišnyko, kaip galėjo įvykti, nes plintant čekiams, jie pradėjo priiminėti vidutinio ilgumo terminų terminuotuosius piniginius indėlius.

Nors Nacionalinė bankų sistema ir išsprendė daugybės banknotų rūšių problemą ir sumažino bankų bankrotus, bankų sistema dar nebuvo tobula. Visų pirma ji nesukūrė efektyvios čekių surinkimo sistemos. Čekis, keliaudamas iš vieno banko į kitą, nueidavo ilgą kelią, kol galiausiai pasiekdavo banką, kuriam jis buvo išrašytas. Taigi, jei čekis būtų buvęs suklastotas, būtų praėję daug laiko, kol tai būtų paiškėję.

Norėdama sumažinti nuostolius dėl bankroto, federalinė vyriausybė reikalavo, kad nacionaliniai bankai laikytų rezervus indėliams apsaugoti. Kai kurie iš tų rezervų turėjo būti laikomi banko saugyklose valiuta, bet (išskyrus trijų didžiausių finansų centrų bankus) bankai galėjo laikyti dalį savo rezervų deponavę kituose didesniųjų miestų bankuose. Kai tie bankai savo rezervus atsiimdavo, finansų centrų bankams imdavo trūkti rezervų, ir jie turėdavo imti trumpalaikes paskolas pinigų rinkoje arba skolintis fondų biržoje. Dėl to palūkanų normos staiga padidėdavo. Kartais rinką apimdavo finansinė panika; jai prasidėjus, bankai negalėdavo atgauti savo rezervų[3]. Žinoma, bankai sukūrė raktą finansinės panikos įtakai mažinti. Jie vienu metu nustodavo mokėti pinigus klientams, vietoj to išduodavo **kliringo kontorų sertifikatus**, kurie buvo priimami indėliams, o daugeliu atvejų ir mokėjimams, nors dažnai tik diskontavus. Be to, ir toliau galėjo būti mokama čekiais.

[3] Be to, kai kurie bankai verčiau užsidarydavo arba net bankrutuodavo, negu prisiliesdavo prie rezervų, taigi iš tų rezervų buvo mažai naudos.

Nebuvo centrinio banko, kuris būtų galėjęs paveikti pinigų pasiūlą taip, kad atitiktų pinigų paklausą, todėl pinigų pasiūla negalėjo būti padidinta tiek, kiek buvo padidėjusi jų paklausa. Dažnai buvo skundžiamasi dėl pinigų trūkumo derliaus nuėmimo metu, kai pinigų paklausa ir palūkanų normos padidėdavo (ar pretenzijos, kad pinigų pasiūla turėtų atitinkamai padidėti, padidėjus paklausai, yra pagrįstos, aiškinsimės 23 skyriuje). Buvo reiškiamas dar vienas nepasitenkinimas — finansinės panikos metu nėra prieinamų pinigų šaltinių, kad būtų galima patenkinti padidėjusią pinigų paklausą; o indėlininkai, bijodami banko bankroto, bandydavo savo indėlius paversti grynaisiais pinigais. Bankų, ypač valstijų registruotų bankų, kurie buvo mažiau kontroliuojami negu nacionaliniai bankai ir augo sparčiau, bankrotai buvo dažni.

1907 metais padėtis labai pablogėjo, be to, jau ir anksčiau buvo nepasitenkinimo bankų sistema, todėl buvo sudaryta Nacionalinė pinigų komisija. Gerai ištyrusi padėtį, ji rekomendavo sukurti centrinio banko sistemą, kuria turėjo tapti Federaliniai rezervai. Bet dėl centrinio banko steigimo kilo didžiulis pasipriešinimas, mat nuogąstauta, kad jis bus valdomas bankininkų ir dėl to susidarys bankų kartelis. Taip buvo iki 1913 metų, kol opozicija buvo nugalėta ir prezidentas Vudrovas Vilsonas (Woodrow Wilson) pasirašė Federalinių rezervų aktą.

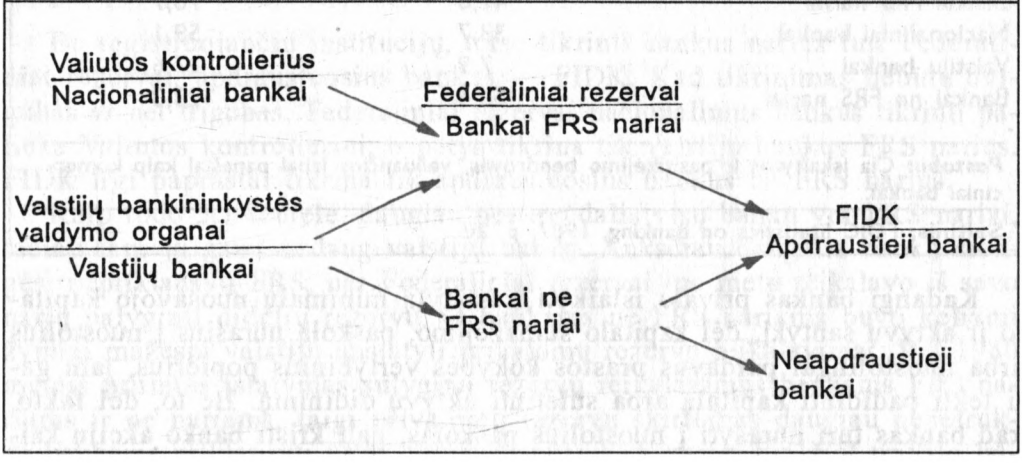
Smulkiau Federalinių rezervų aktą aptarsime 8 skyriuje, o dabar paminėsime tik kelis būdus, kuriais buvo tikimasi išspręsti problemas, užgriuvusias Nacionalinę bankų sistemą. Užuot keliavęs per visą bankų grandinę, čekių kliringas nuo tol galėjo būti atliekamas per Federalinius rezervus. Privalomuosius rezervus turėjo laikyti Federaliniai rezervai, o ne kiti bankai (vėliau bankams buvo leidžiama laikyti rezervus savo saugyklose). Sudarius galimybes bankams skolintis iš Federalinių rezervų, pinigų pasiūla tapo jautresnė pinigų paklausai. Bet tikslas padidinti bankų saugumą liko neįgyvendintas. 1931–1933 metais bankrutavo daugiau bankų negu bet kuriuo kitu laikotarpiu.

REGISTRACIJA, TIKRINIMAS IR FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS NARIAI

Vyriausybė bankus kontroliuoja keliais lygiais. Pirmasis lygis yra registracija. Būsimasis bankas privalo užsiregistruoti federalinėje vyriausybėje (registruoja Valiutos kontrolierius) kaip **nacionalinis bankas** arba valstijos vyriausybėje (registruoja valstijos bankininkystės valdymo organai) kaip **valstijos bankas**.

Antras vyriausybinės kontrolės lygis yra Federaliniai rezervai. Pagrindinė jų funkcija yra vadovauti pinigų politikai, bet jie ir reguliuoja bankus. Visi nacionaliniai bankai privalo, o valstijų bankai gali, jei nori, nors neprivalo, prisidėti prie Federalinės rezervų sistemos (FRS) ir tapti jos nariu.

5.1 schema. Bankų reguliavimo struktūra. Banką reguliuojančių institucijų skaičius priklauso nuo banko rūšies. Nacionalinius bankus reguliuoja Valiutos kontrolierius, Federaliniai rezervai ir FIDK. Neapdraustuosius bankus reguliuoja tik valstijos bankininkystės agentūra



Trečia — Federalinė indėlių draudimo korporacija (FIDK). Visi **bankai FRS nariai** privalo stoti į FIDK, o ne nariai gali stoti, jeigu atitinka FIDK keliamus reikalavimus. Galutinė vyriausybinių ryšių struktūra parodyta 5.1 schemoje.

Šiuo metu nėra duomenų apie neapdraustuosius bankus, bet 1982 metais mažiau nei 4 procentai visų bankų buvo neapdrausti, ir jie turėjo tik 0,1 procento visų bankų aktyvų. 5.1 lentelė rodo bankų pasiskirstymą pagal rūšis. Bankai FRS nariai sudaro mažiau negu pusę visų bankų, bet jiems priklauso daugiau kaip trys ketvirtadaliai visų aktyvų. Trečdalis visų bankų yra nacionaliniai bankai, ir jie turi daugiau nei pusę visų bankų aktyvų.

Kai nacionalinis bankas pradeda veikti, jis turi daug ryšių su vyriausybe. Viena iš tokių ryšių formų yra bankų **tikrinimas**. Valiutos kontrolieriaus darbuotojai, vadinamieji **banko tikrintojai**, netikėtai aplanko kiekvieną nacionalinį banką. Patikrinimų dažnumas priklauso nuo banko rizikingumo. Vienas iš svarbiausių, bet ne pats svarbiausias, banko patikrinimo tikslų yra užkirsti kelią sukčiavimui. Pagrindinis tikslas — žiūrėti, ar bankas laikosi aktyvų tvarkymo instrukcijų ir taisyklių, ar tinkamai tvarko buhalterinę apskaitą, ar turi vertybinių popierių, ar nėra suteikęs per daug rizikingų paskolų. Jei mano, kad tam tikras vertybinis popierius yra pernelyg spekuliatyvus, banko tikrintojas gali įsakyti jį parduoti. Jei paskolos grąžinimas yra abejotinas, tikrintojas gali įsakyti priskirti tą paskolą prie nuostolių, abejotinų arba neatitinkančių standarto investicijų. Nuo to, kaip bus įvertinta abejotina paskola, daug priklauso. Bankas gali prarasti palūkanas, gaunamas iš tokios paskolos, jam gali tekti tas lėšas išskaičiuoti iš pelno į specialų rezervinį fondą, kad būtų iš ko apmokėti iš tos paskolos patirtus nuostolius, arba bankui gali tekti nurašyti tokią paskolą į nuostolius.

5.1 lentelė. Komercinių bankų pasiskirstymas pagal rūšis. 1987 m. gruodis

FIDK apdrausti komerciniai bankai	Bankų procentas	Bankų aktyvų procentas
Bankai FRS nariai	41,6	76,7
Nacionaliniai bankai	33,7	59,1
Valstijų bankai	7,9	17,6
Bankai ne FRS nariai	58,4	23,3

Pastaba: Čia įskaitytos ir pasitikėjimo bendrovės, veikiančios labai panašiai kaip komerciniai bankai.

Šaltinis: FDIC Statistics on Banking, 1987, p. 20.

Kadangi bankas privalo išlaikyti nustatytą minimalų nuosavojo kapitalo ir aktyvų santykį, dėl kapitalo sumažėjimo, paskolą nurašius į nuostolius arba nuostolingai pardavus prastos kokybės vertybinius popierius, jam gali tekti padidinti kapitalą arba sulėtinti aktyvų didinimą. Be to, dėl fakto, kad bankas turi nurašyti į nuostolius paskolas, gali kristi banko akcijų kainos. Kadangi paskolų ir vertybinių popierių kokybės įvertinimas labai priklauso nuo vertinančiojo nuomonės, suprantama, dažnai kyla ginčų tarp tikrintojų ir bankų. Bet kai kuriais atvejais bankų tarnautojai mielai priima tikrintojų, kaip pašalinių ir nesuinteresuotų asmenų, patarimus, nes tie patarimai yra objektyvesni negu pačių banko tarnautojų[4].

Bankų tikrintojai, atsižvelgdami į kapitalo pakankamumą, valdymo būdą, pajamas ir likvidumo lygį, skirsto bankus į penkias kategorijas. Toks bankų vertinimas, angliškai sutrumpintai vadinamas CAMEL (capital adequacy, management, earnings and liquidity — kapitalo pakankamumas, valdymas, pajamos ir likvidumas), lemia, kokiu dažnumu bankai turi būti tikrinami. Jei pasklinda žinia, kaip kartais būna, kad su banku ne visai gerai, nei banko klientai, nei akcininkai dėl to nesidžiaugia.

Bet neperdėkime bankų tikrintojų galios, ypač kai jie dirba dideliuose bankuose. Tokie bankai yra kompleksinės institucijos, ir tikrintojams labai gali pritrūkti žinių, kad galėtų sėkmingai diskutuoti su tokio banko tarnautojais ir teisininkais. Kartą vienas aukštas Valiutos kontrolieriaus tarnybos pareigūnas yra pasakęs: „Kaip aš galiu nurodinėti Deividui Rokfeleriui, kaip jis turi valdyti savo banką? Aš pats per savo gyvenimą nesu uždirbęs daugiau nei 40 000 dolerių“[5]. Žinoma, su mažais bankais yra lengviau. Viena bankų kapitalą nagrinėjanti studija padarė tokią išvadą:

> Dėl objektyvių standartų trūkumo kyla sunkumų. Išskyrus atvejus, kai bankas prašo lengvatų, patarėjai tegali pasiūlyti arba bandyti įtikinti banką, kad ban-

[4] Kadangi bankų tikrintojai artimai susipažįsta su bankų veiklos metodais, vadinasi, įsigyja daug bankininkystės žinių, kai kurie bankai samdo buvusius bankų tikrintojus.

[5] New York Times, 22 December 1977, p. 49. Tai buvo pasakyta 1977 metais; 40 000 dolerių 1977 metais maždaug lygu 72 000 dolerių 1988 metais.

kui reikia sukaupti daugiau kapitalo. Į klausimą, ar kapitalo pakanka, ar ne, yra sunku arba net neįmanoma atsakyti. Jei bankas nutaria nebendradarbiauti, yra labai sunku jį priversti paklusti. Tikrintojai banko veikloje atranda neteisėtų ir nelogiškų veiksmų, bet daug ko ir nepastebi. Dideliuose bankuose jie gali paskęsti smulkmenose...[6]

Be registruojančių institucijų, teisę tikrinti bankus narius turi Federaliniai rezervai, apdraustuosius bankus — FIDK. Kad tikrinimas nebūtų dvigubas ar net trigubas, Federaliniai rezervai nacionalinius bankus tikrinti palieka Valiutos kontrolieriui, o patys tikrina tik valstijų bankus FRS narius. FIDK irgi paprastai tikrina tik apdraustuosius bankus ne FRS narius.

Kaip rodo 5.1 lentelė, daugiau nei trečdalis visų bankų yra FRS nariai, tačiau tarp jų gana nedaug valstijų bankų. Anksčiau daugelis bankų stengėsi nepriklausyti FRS, nes Federaliniai rezervai tuo metu reikalavo iš savo narių palyginti didelių rezervų. O bankams ne FRS nariams buvo keliami žymiai mažesni valstijų nustatyti privalomų rezervų reikalavimai. Bet 1980 metais priimtas įstatymas sulygino rezervų reikalavimus bankams FRS nariams ir ne nariams, taigi privalomų rezervų skirtumas daugiau nebetrukdė bankams priklausyti FRS. Tačiau bankai FRS nariai ligi šiol privalo laikytis griežtesnių negu valstijų nustatytų veiklos taisyklių. Kokių pranašumų turi didesnieji bankai FRS nariai? Narystė palengvina jiems veikti kaip miesto korespondentiniams bankams. Be to, FRS narystė paaukština banko statusą, padidina prestižą. Apie šią veiklą kalbėsime šiame skyriuje vėliau.

BANKO KAPITALAS

Bankai privalo laikytis minimalaus kapitalo reikalavimų. Banko **akcinis (nuosavasis) kapitalas**, arba **pirminis kapitalas**, yra banko akcininkų nuosavybė. Jis banko balanse dažniausiai yra vaizduojamas kaip įplaukos už išplatintas akcijas, šių įplaukų perviršis, palyginti su nominaline verte, ir nepaskirstytosios pajamos. Be akcinio kapitalo, bankas gali pritraukti ilgalaikes kapitalo lėšas, gautas parduodant obligacijas ir vertybinius popierius vidutiniškai bent su 7 metų grąžinimo terminu. Tokiu **antriniu kapitalu** dažniausiai naudojasi didieji bankai.

Reikalavimai kapitalui yra priimti, siekiant FIDK ir neapdraustųjų indėlininkų saugumo. Didelis kapitalas padidina banko patikimumą; mat ir praradęs tam tikrą sumą, bankas pajėgia atsiskaityti su savo kreditoriais. Sakykime, kad banko kapitalas yra lygus 5 jo aktyvų procentams. Jeigu dėl neatsakingai suteiktos paskolos bankas ir prarastų 5 procentus savo turto, įsiskolinimus kreditoriams jis dar sugebėtų išmokėti; nuostolį patirtų tik ak-

[6] *Sherman Maisel* et al. Measuring Risk and the Adequacy of Capital in Commercial Banks. Chicago University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research. 1981, p. 150.

cininkai. Bankų reguliavimo įstatymai neturi tikslo apsaugoti investitorių — jie patys yra atsakingi už savo investicijas.

Žiūrint iš bankų pozicijų, tam tikra akcinio kapitalo apsauga yra aiškiai pageidautina. Taip yra ne tik dėl to, kad tai padeda apsaugoti akcininkus nuo banko bankroto pavojaus (kaip minėta 2 skyriuje, tai mažina banko skolinimosi išlaidas); tai padeda pritraukti ir klientus, nes skolindamiesi verslininkai, kaip ir didieji indėlininkai, yra apdraudžiami kapitalu, kurio rodiklis aukštas. Kad užsimegztų geri santykiai tarp žmonių, norinčių skolintis, ir banko, reikia tam tikro laiko, ir firmos, norėdamos pasiskolinti, renkasi tą banką, kuris, jų manymu, išsilaikys ir kitais metais. Žinoma, ribinis kapitalo didinimo pelnas po tam tikro laiko ima mažėti. Sakykime, bankas jau turi sukaupęs didelį kapitalą, palyginti su pasyvais. Tikimybė, kad jis bankrutuos, jau dabar yra tokia maža, kad papildomas kapitalo didinimas neturės reikšmės potencialiems klientams.

Vis dėlto, kuo daugiau akcinio kapitalo, tenkančio 1 aktyvų doleriui, bankas turi, tuo daugiau yra kapitalo, kuriam banko pajamos turi būti paskirstytos. Sakykim, pavyzdžiui, kad bankas gauna 1 procentą pelno nuo savo bendrųjų aktyvų. Jei akcinis kapitalas sudaro 10 procentų bendrųjų aktyvų, tada tas vienas procentas pelno banko aktyvuose atspindi 10 procentų pelną banko akcininkams. Antra vertus, jei bankas gauna tiek pat, bet akcinis kapitalas sudaro tik 5 procentus bendrųjų aktyvų, akcininkai gauna 20 procentų nuo savo įdėto kapitalo. Kiekvienam bankui egzistuoja optimalus kapitalo ir aktyvų santykis; tada ribinis kapitalo naudingumas yra tik papildomų nuostolių kompensacija.

Bet optimalus kapitalas, taigi ir optimali rizika banko požiūriu yra nepakankamas kapitalas ir per didelė rizika visuomenės požiūriu. Jei tik pats vienas bankas žlugimo atveju patirtų nuostolius, socialinės ir privačios rizikos išlaidos būtų vienodos. Bet yra ne taip. Jei bankas bankrutuoja, FIDK privalo įsikišti ir gelbėti apdraustus indėlininkus, o indėlininkai, turintys indėlius, didesnius negu apdraustoji suma, gali patirti nuostolių. Dar daugiau, jei bankrutuoja didelis bankas arba daug mažesnių bankų vienu metu, visuomenė gali prarasti pasitikėjimą kitais bankais ir gali bandyti atsiimti savo indėlius iš jų, o tai jiems būtų pražūtinga.

Kai bankas sprendžia, kokia rizika jam yra priimtina, jis neatsižvelgia į tas išorines galimo bankroto pasekmes. Jis pasirenka tokį rizikos lygį, kad ribiniai nuostoliai ir ribinis pelnas būtų lygūs. Taigi, visuomenės požiūriu, bankas imasi didesnės negu optimali rizikos. Todėl vyriausybė kišasi ir riboja bankų rizikos lygį. Vyriausybė tai daro ribodama banko paskolų ir vertybinių popierių rizikos laipsnį ir reikalaudama, kad bankas turėtų daugiau nuosavojo kapitalo, negu jis turėtų, jeigu vyriausybė nereguliuotų.

Kadangi kapitalo funkcija yra apsaugoti FIDK ir didžiuosius indėlininkus, kapitalo kiekis, reikalingas bankui, priklauso nuo jo aktyvų rizikingumo. Kapitalo ir aktyvų santykis, kurio laikytis bankai privalo, irgi priklauso nuo jų aktyvų. Jau keletą metų laikomasi 8 procentų kapitalo ir aktyvų san-

tykio; toks santykis visiškai įsitvirtins 1992 metais. Skaičiuojant kapitalo ir aktyvų santykio rodiklį, nerizikingi aktyvai, pavyzdžiui, valiutos rezervai ir trumpalaikiai JAV vyriausybės vertybiniai popieriai, nevertinami, taigi, nereikalaujama turėti kapitalo tiems aktyvams atsverti. Truputį rizikingesni aktyvai, pavyzdžiui, ilgesnio termino JAV vyriausybės vertybiniai popieriai, turės 10 procentų rizikos lyginamąjį svorį, taigi bus reikalaujama turėti 2,4 procento (30 procentų × 8 procentų) kapitalo jiems atsverti. Dar rizikingesni aktyvai turės 60 procentų rizikos lyginamąjį svorį, taigi bus reikalaujama turėti 4,8 procento kapitalo jiems atsverti, o daugelis kitų aktyvų, tokių, kaip paskolos už užstatus ir paskolos verslui, turės 100 procentų rizikos lyginamąjį svorį, vadinasi, reikalaus 8 procentų kapitalo. Papildomas reikalavimas kapitalui — kapitalo ir aktyvų santykis, neveikiamas rizikos, privalo būti mažiausia 3 procentai.

INDĖLIŲ DRAUDIMAS

Federalinė indėlių draudimo korporacija, kurią sutrumpintai žinome kaip FIDK, pradėjo veiklą 1934 metais, po 1930–1933 metų masinių bankų bankrotų. Beveik visi bankai prisijungė prie FIDK[7]. Ir nenuostabu, nes FIDK suteikia bankams didelį pranašumą, palyginti su neapdraustais bankais, konkuruojant dėl indėlių pritraukimo. Dėl konkurencijos spaudimo ir dėl valstijų nenoro registruoti neapdraustus bankus FIDK narystė yra būtina beveik visiems bankams; FIDK iš esmės turi veto teisę steigiant beveik kiekvieną naują banką. Be apdraustųjų komercinių bankų, FIDK draudžia ir taupomuosius bankus bei valdo taupymo ir paskolų įstaigų draudimo fondus.

Grįžkime prie draudimo įmokų, bankų mokamų FIDK. FIDK draudžia indėlius iki 100 000 dolerių. Jei indėlininkas savo vardu turi keletą sąskaitų viename banke, bendra draudžiamoji suma vis tiek yra 100 000 dolerių. Bet jei asmuo turi keletą sąskaitų skirtingais vardais (pavyzdžiui, asmeninę sąskaitą, bendrą sąskaitą su verslo partneriu arba sutuoktiniu), tada kiekviena sąskaita atskirai draudžiama po 100 000 dolerių. Panašiai yra ir kai asmuo turi sąskaitas keliuose bankuose — visos tos sąskaitos yra draudžiamos. Nors beveik visos sąskaitos yra visiškai apdraustos, išskyrus nedidelį skaičių labai didelių sąskaitų, tik apie tris ketvirtadalius dolerinių indėlių yra apdrausta. Tačiau didieji indėlininkai dažnai apsidraudžia dar ir kitaip; jei jie yra gavę paskolą iš banko ir jei bankas bankrutuoja, jie atskaičiuoja savo indėlio sumą iš sumos, kurią jie bankui yra skolingi.

Tai, kad nustatyta aukščiausia 100 000 dolerių leistinoji riba, nereiškia, kad daugelio bankų bankroto atveju indėlininkai, turintys didesnes sąskaitas, patirs nuostolius. Tokie nuostoliai būna labai retai, nes jiems užkerta

[7] Teiginys, kad apdraustieji bankai yra FIDK nariai, nėra visiškai tikslus (bet dažniausiai vartojamas). Apdraustieji bankai nekontroliuoja FIDK. FIDK direktorius skiria prezidentas, o sukaupti fondai nepriklauso FIDK nariams.

kelią FIDK bankų valdymo būdai. Vienas būdas yra **indėlių prisiėmimas** — FIDK prijungia bankrutuojantį banką prie stipraus banko. (Kaip paskatinimą tas tvirtasis bankas gauna iš FIDK subsidijų.) Kai tvirtasis bankas perima visus bankrutuojančio banko įsipareigojimus, įskaitant ir didesnius kaip 100 000 dolerių indėlius, didieji indėlininkai nieko nepraranda[8]. Toks darbo su bankrutuojančiu banku būdas yra labiausiai įprastas, ypač jei tai didelis bankas, dėl kurio žlugimo galėtų bankrutuoti daugelis indėlininkų arba žlugtų net kiti bankai.

Antras bankrutuojančio banko gelbėjimo būdas, FIDK paprastai taikomas smulkiems, kartais ir vidutiniams bankams, yra paprasčiausiai leisti bankui bankrutuoti, o paskui išmokėti indėlius iki 100 000 dolerių. Ar tai yra gerai, ar blogai, bet FIDK niekada nenori leisti bankrutuoti dideliems bankams.

Trečias būdas yra FIDK pačiai perimti banką ir laikinai jį valdyti, kol bus parduotas[9].

Kodėl iš viso nustatyta aukščiausia 100 000 dolerių riba? Kodėl negalima įtraukti į įstatymą teiginio, kad visa indėlių suma yra apdraudžiama? Tai apsaugotų kitus bankus nuo bankroto padarinių. Įkurta FIDK apsaugojo nuo nuostolių smulkius indėlininkus. Bet kol yra 100 000 dolerių aukščiausia riba, didieji indėlininkai ir kiti banko kreditoriai, pavyzdžiui, kitas komercinis bankas, kuris paskolino federalinį fondą, atsiima indėlius iš banko, išgirdę kalbas, kad jis gali bankrutuoti.

Priežastis, kodėl įstatymas nekeičiamas taip, kad visa indėlių suma būtų apdrausta, nėra tos operacijos brangumas. Tai FIDK kainuotų visai nedaug. Jei būtų apdrausti visi indėliai, iškiltų kita problema — didieji indėlininkai nebebūtų skatinami atidžiai rinktis bankus. Kol yra kokia nors aukščiausia draudimo suma, didieji, ypač verslo indėlininkai skatinami vengti bankų, prisiimančių per didelę riziką. Taigi bankai verčiami vykdyti saugią politiką. Indėlininkų priežiūra papildo FIDK priežiūrą. Bet teiginys, kad indėlininkų priežiūra yra efektyvi, yra labai abejotinas.

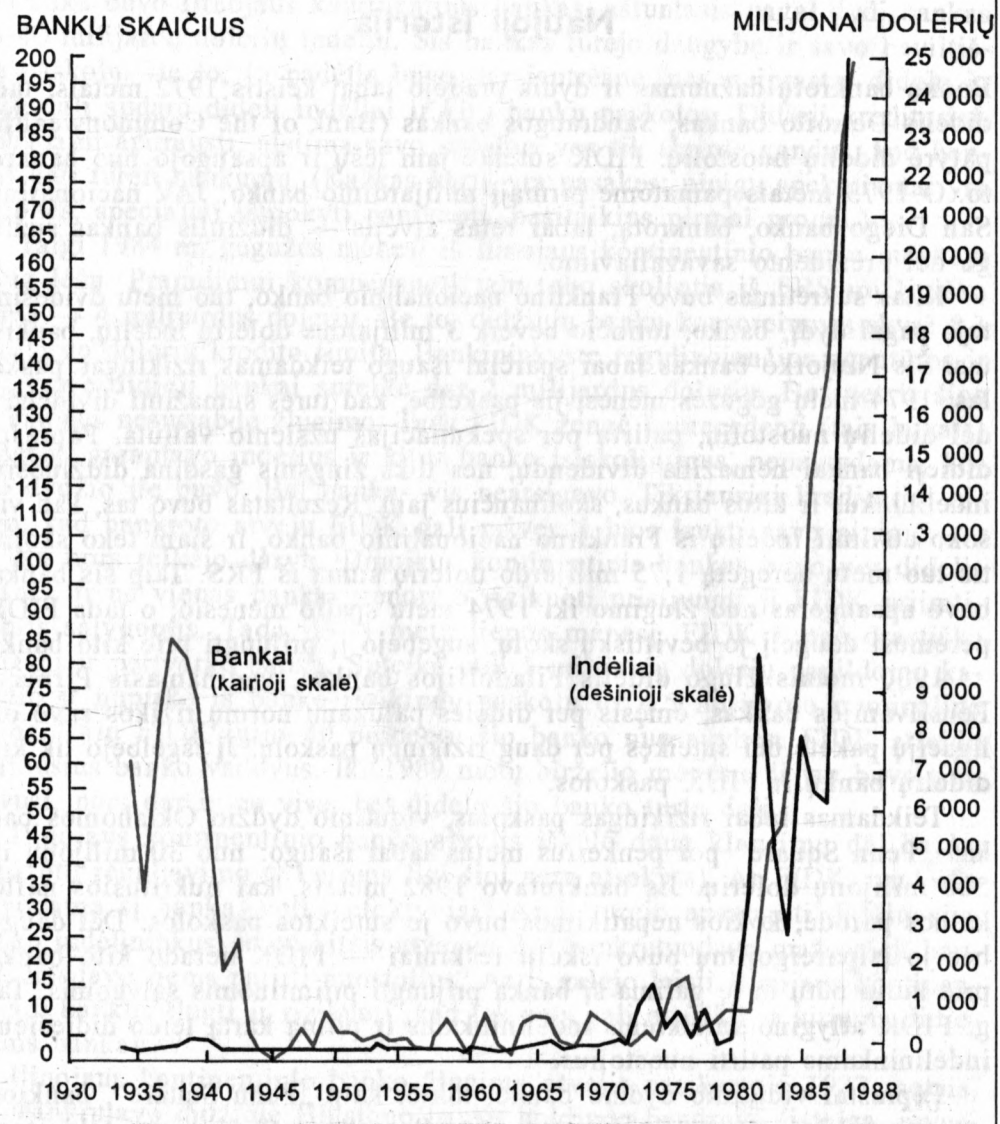
FIDK IR BANKŲ BANKROTAI

FIDK istoriją galima būtų padalyti į dvi dalis. Pirmojoje dalyje, nuo 1934 metų iki 7 dešimtmečio vidurio, įvyko tik keletas bankrotų, ir jie buvo nedideli. Iš dalies tai gali būti paaiškinama tuo, kad senesnieji bankininkai tuo metu dar prisiminė masinius bankų bankrotus Didžiosios depresijos me-

[8] Žinoma, jei jūs turite neišmokėtos skolos, FIDK išskaičiuos skolos sumą iš jūsų indėlio, ir jums išmokės tik skirtumą. Šis išskaitymas gali smarkiai sumažinti sumą, kurią FIDK turi išmokėti.

[9] Yra ir kitų, retų būdų, kuriais FIDK gali naudotis bankrutuojančiam bankui valdyti. Pavyzdžiui, kai žlugo Ilinojaus kontinentinis bankas (apie jį pakalbėsime vėliau), FIDK suteikė jam lėšų, pirkdama banko akcijų.

5.1 diagrama. Bankų bankrotų dažnumas. Bankų bankrotų skaičius labai padidėjo 4 dešimtmetyje, paskui mažėjo, o paskutiniaisiais metais vėl smarkiai didėjo



Šaltinis: FDIC *Annual Report*, 1989, p. 61.

tu. Be to, po II pasaulinio karo bankai turėjo didžiulius vyriausybės vertybinių popierių kiekius, kuriais jie po truputį kratėsi. Bet, kaip rodo 5.1 diagrama, nuo 7 dešimtmečio vidurio bankų bankrotų skaičius žymiai padidėjo. Ne tik buvo daugiau bankrotų, bet tie bankrotai jau nebesiribojo

vien nedideliais bankais. Nuo 1946 iki 1970 metų vidutinis bankrutavęs bankas turėjo apie 14 milijonų, o didžiausias — 40 milijonų dolerių indėlių.

Naujoji istorija

Bankų bankrotų dažnumas ir dydis pradėjo labai keistis 1972 metais; tada didelis Detroito bankas, Sandraugos bankas (Bank of the Commonwealth), patyrė didelių nuostolių. FIDK suteikė jam lėšų ir apsaugojo nuo bankroto. O 1973 metais pamatėme pirmąjį milijardinio banko, JAV nacionalinio San Diego banko, bankrotą; labai retas atvejis — didžiulis bankas sužlugo dėl prezidento savavaliavimo.

Kitas sukrėtimas buvo Franklino nacionalinio banko, tuo metu dvidešimtojo pagal dydį, banko, turinčio beveik 3 milijardus dolerių indėlių, bankrotas. Šis Niujorko bankas labai sparčiai išaugo teikdamas rizikingas paskolas; 1974 metų gegužės mėnesį jis paskelbė, kad turės sumažinti dividendus dėl didelių nuostolių, patirtų per spekuliacijas užsienio valiuta. Paprastai didieji bankai nemažina dividendų, nes toks žingsnis gąsdina didžiuosius indėlininkus ir kitus bankus, skolinančius jam. Rezultatas buvo tas, kad visi šoko atsiimti indėlių iš Franklino nacionalinio banko, ir šiam teko skolintis tuo metu neregėtą 1,75 milijardo dolerių sumą iš FRS. Taip šis bankas buvo apsaugotas nuo žlugimo iki 1974 metų spalio mėnesio; o tada FIDK, perėmusi daugelį jo beviltiškų skolų, sugebėjo jį prijungti prie kito banko.

1980 metais žlugo didelis Filadelfijos bankas, vadinamasis Pirmasis Pensilvanijos bankas, ėmęsis per didelės palūkanų normų rizikos savo obligacijų pakete bei suteikęs per daug rizikingų paskolų. Jį išgelbėjo tik kitų didelių bankų ir FIDK paskolos.

Teikdamas labai rizikingas paskolas, vidutinio dydžio Oklahomos bankas „Penn Square“ per penkerius metus labai išaugo: nuo 30 milijonų iki 500 milijonų dolerių. Jis bankrutavo 1982 metais, kai nukritusios naftos kainos parodė, kokios nepatikimos buvo jo suteiktos paskolos. Dėl daugybės jo įsipareigojimų buvo iškelti ieškiniai — FIDK nerado kito banko, prie kurio būtų buvę galima šį banką prijungti priimtinomis sąlygomis. Taigi FIDK atlygino smulkiems indėlininkams ir pirmą kartą leido didiesiems indėlininkams patirti nuostolius.

Paprastai vidutinio dydžio banko, tokio, kaip „Penn Square“, bankroto atgarsis nebūna nacionalinio masto. Bet „Penn Square“ žlugimas tokį atgarsį sukėlė, nes šis bankas buvo pardavęs kitiems bankams daug savo paskolų[10]. Daug kurie bankai, pirkdami paskolas, gerai nepatikrino jų kokybės. O vėliau pamatė, kad daugelio tų paskolų visos sumos tikriausiai nebus

[10] Bankai gali parduoti paskolas. Paprastai jie ir toliau renka palūkanų, pagaliau ir pagrindinės paskolos sumos įmokas, bet tas įplaukas perduoda paskolos pirkėjui.

grąžintos. Taigi kai kurie iš tų bankų rimtai nukentėjo. Vienas iš jų, Pirmasis jūrų bankas, buvo didelis bankas Ramiojo vandenyno šiaurės vakarų regione. FIDK pasielgė neįprastai — sujungė jį su kitos valstijos banku — Amerikos Kalifornijos banku. O dar žymesnė „Penn Square" žlugimo auka buvo Ilinojaus kontinentinis bankas, aštuntasis pagal dydį bankas su 40 milijardų dolerių indėlių. Šis bankas turėjo daugybę ir savo beviltiškų paskolų. Be to, jo padėtis buvo dar jautresnė, nes neįprastai didelę jo lėšų dalį sudarė dideli indėliai ir kitų bankų paskolos. Didieji kreditoriai, nebūdami apdrausti, atsiima savo indėlius vos tik išgirdę gandus, kad bankas gali turėti sunkumų. (Kažkas kartą yra pasakęs: pinigų spekuliantai yra žmonės, specialiai išmokyti panikuoti, pasitaikius pirmai progai.)

Taigi 1984 m. gegužės mėnesį iš Ilinojaus kontinentinio banko nutekėjo daug lėšų. Praradimui kompensuoti jam teko skolintis iš FRS milžinišką sumą — 4 milijardus dolerių. Be to, didžiųjų bankų konsorciumas skyrė 5,3 milijardo dolerių kredito limitą. Bankininkystę reguliuojančios agentūros ir kai kurie didieji bankai suteikė dar 2 milijardus dolerių. Bet net ir šios priemonės nesustabdė žlugimo. Tada FIDK žengė beprecedentį (tais laikais) žingsnį, garantavo indėlius ir kitus banko įsiskolinimus, nepaisydama, kokio dydžio jie buvo. Bet bankas vis neatsigavo. Tikriausiai kreditoriai bijojo, kad bankroto atveju FIDK gali priversti juos laukti savo pinigų.

Ką nors reikėjo daryti. Ilinojaus kontinentinis bankas buvo per didelis kąsnis, ir nė vienas bankas nenorėjo rizikuoti prisijungti jį FIDK priimtinomis sąlygomis. Tada, 1984 metų liepos mėnesį, FIDK žengė drastišką žingsnį ir pertvarkė banką. Suteikė jam 1 milijardą dolerių papildomo kapitalo ir nupirko iš banko rizikingų paskolų už 4,5 milijardo nominalinę kainą. Taip FIDK įgijo 80 procentų šio banko nuosavybės. FIDK atleido vyriausius banko vadovus. Iki 1989 metų birželio mėnesio ji jau buvo pardavusi, nors dar ir ne visą, bet didelę šio banko turto dalį.

Ilinojaus kontinentinio banko atvejis iškėlė daug klausimų dėl bankų bankrotų reguliavimo (į kuriuos ligi šiol nėra atsakyta). Ar FIDK, nacionalizuodama šį banką, veikė efektyviai? Ar ji turėjo apsaugoti didžiuosius banko indėlininkus, jeigu kitais atvejais, kai bankrutuodavo mažesnieji bankai, leisdavo jiems patirti nuostolius? Ar ji galėjo leisti Ilinojaus kontinentiniam bankui žlugti ir rizikuoti, kad tas pats gali atsitikti ir kitiems didiesiems bankams?

Ilinojaus kontinentinio banko žlugimo atvejis pasikartojo 1987 metais, kai bankrutavo didžiulė Hiūstono bankų holdingo bendrovė (įstaiga, investavusi į vieno ar kelių bankų akcijas), vad. Pirmoji miesto bankų korporacija, su 12,2 milijardo dolerių aktyvų. Pirmoji miesto bankų korporacija nebuvo pats svarbiausias Teksaso praradimas. 1988 metais didžiausiam Teksaso bankų koncernui, Pirmajam respublikos bankui, turinčiam apie 30 milijardų dolerių aktyvų, prireikė FIDK laidavimo. FIDK suteikė 1 milijardo dolerių paskolą, norėdama apsaugoti jį nuo bankroto, kol buvo ieškoma investitorių, norinčių pirkti ir teikti jam reikalingą kapitalą. 1989 metų ko-

vo mėnesį FIDK perėmė daugiau kaip dvidešimt kitos Teksaso bankų holdingo bendrovės, vadinamosios M korporacijos, bankų; tai buvo trečias pagal dydį laidavimas.

Tie nuostoliai žymiai nesumažino 18 milijardų dolerių FIDK rezervų fondo; bet didesnių nuostolių galėjo būti ateityje, pavyzdžiui, jeigu kokia nors mažiau išsivysčiusi šalis būtų nebesugebėjusi išsimokėti skolų, gautų iš JAV bankų. Reikėjo ką nors daryti. Tik tas kas nors labai neaiškus, ir mes nukelsime diskusiją apie įvairias galimybes iki 9 skyriaus.

Šis pokalbis apie bankų bankrotus gali sudaryti įspūdį, kad bankų bankrotai yra neišmatuojama nelaimė. Paprastai bet kokio verslo bankrotas yra blogas dalykas, nes jis reiškia iššvaistytus išteklius ir žmonių kančias. Bet bankrotai yra reikalingi, kad palaikytų verslo efektyvumą ir atitrauktų išteklius iš sričių, kuriose jie yra ne taip naudingi. Bankų, kaip ir kitų firmų, bankrotai, atlieka naudingą darbą. Net didelio banko ar keleto didelių bankų bankrotai nėra nacionalinė nelaimė. Smulkūs indėlininkai, būdami apdrausti, neskuba atsiimti indėlių iš kitų bankų. Didieji indėlininkai atsiims indėlius iš tų bankų, kurie, jų nuomone, yra nepatikimi, bet dėl to nesumažės bendrieji bankų ištekliai, taigi ir indėliai bankuose, nes investitoriai turės padėti savo indėlius į kitą banką. Firma, atsiimanti 50 milijonų dolerių iš nepatikimo banko, nelaikys pinigų grynais.

Pavyzdys: Pirmoji miesto bankų korporacija

Pirmoji miesto bankų korporacija buvo pirmaujantis Hiūstono bankų koncernas. Ji sparčiai išaugo, skolindama naftos pramonei, konkrečiai, rizikingoms aptarnavimo ir gręžimo bendrovėms bei bendrovėms, turinčioms Teksase nekilnojamojo turto. Per penkerius metus, nuo 1977 iki 1982 metų, jos aktyvai padvigubėjo. Bet 1982 metais naftos kainoms pradėjus kristi ir mažėjant naftos paieškų mastams, daug jos paskolų naftos pramonei tapo sunkiai grąžinamos. Tada bankas ėmė mažinti paskolas energetikai, bet buvo jau vėlu. Dar bandė atsilošti nuostolius agresyviai teikdamas paskolas — didelėmis palūkanomis ir didele rizika — nekilnojamojo turto sandėriams. Bet Teksaso nekilnojamojo turto rinką tiesiogiai ir netiesiogiai palaikė naftos bendrovės, taigi naftos kainų kritimas reiškė, kad daugelis banko paskolų, išduotų nekilnojamojo turto sandėriams, taip pat tapo sunkiai grąžinamos. Per aštuoniolikos mėnesių laikotarpį, pasibaigusį 1987 metų birželio 30 dieną, Pirmoji miesto bankų korporacija prarado 563 milijonus dolerių. Toliau taip būti nebegalėjo, turėjo įsikišti FIDK.

FIDK suorganizavo bankui keletą varžytynių ir parinko vieną investitorių grupę, vadovaujamą buvusio Čikagos bankininko A. Roberto Abaudo (A. Robert Abboud). Ši grupė pažadėjo suteikti bankui 500 milijonų dolerių kapitalo, o FIDK investavo 970 milijonų dolerių. Kaip visada, kai FIDK

perima banką, aukščiausioji banko vadovybė buvo atleista, eiliniai Pirmosios miesto bankų korporacijos akcininkai prarado beveik visas savo investicijas. Kitų vertybinių popierių, pavyzdžiui, banko išleistų obligacijų, savininkai taip pat patyrė didelių nuostolių. Banko išduotos paskolos, kurių visiško atlyginimo buvo sunku tikėtis (1,8 milijardo dolerių), buvo atskirtos ir padėtos į specialų banką. FIDK stengėsi padengti nors kai kuriuos mokėjimus ir kiek buvo įmanoma išpešti iš tų paskolų. Be to, FIDK įsigijo vieną aštuntąją dalį Pirmosios miesto bankų korporacijos akcijų.

ČEKIŲ KLIRINGAS

Ne visos FRS pareigos yra tokios dramatiškos, kaip darbas su silpnais arba bankrutuojančiais bankais. FRS yra ir pagrindinis čekių kliringo proceso dalyvis. Tarkime, kad čekis, išduotas vieno banko, pateikiamas kitam bankui. Kaip vyksta apmokėti atiduoto čekio kliringas? Kadangi turi būti įskaitoma daugybė čekių — apie 65 milijonai per dieną, — labai ištobulėjo to proceso mechanizmas. Vienas čekių kliringo vykdymo būdų — veikti per kliringo kontoras. Kliringo kontora paprastai yra vietinių bankų organizacija, dirbanti kiekvieną darbo dieną po kelias valandas. Kiekvieno banko atstovai atvyksta į kliringo kontorą ir pristato apmokėti pateiktus čekius, kuriuos išdavė kiti kliringo kontorai priklausantys bankai. Tada bankai vienas su kitu sulygina savo reikalavimus bei įsiskolinimus, ir bankams, kurių neto reikalavimų balansas yra teigiamas, išmokamas skirtumas.

Čekiai, išrašyti apmokėti bankams, esantiems kituose miestuose, paprastai eina per Federalinių rezervų kliringo sistemą. Sakykime, kad čekis yra deponuotas kuriame nors viename iš dvylikos federalinių rezervų regionų esančiame banke, kuriam apmokėti jis yra išrašytas. To regiono federalinis rezervų bankas tada kredituoja pirmojo banko ir debetuoja antrojo banko sąskaitas. Jeigu čekis yra išrašytas apmokėti bankui, esančiam kitame federalinių rezervų regione, federalinis rezervų bankas persiunčia čekį į to kito regiono federalinį rezervų banką, kuris ir debetuoja to banko sąskaitą. Deponuojantis bankas gauna kreditą iš FRS po vienos arba dviejų dienų; tai priklauso nuo atstumo, kurį čekis turi nukeliauti.

FRS turi konkuruoti dėl čekių kliringo su korespondentiniais bankais (tą mes trumpai paaiškinsime) ir privačiomis čekių kliringo firmomis. Nors FRS yra didžiausias čekių įskaitytojas, per ją pereina mažiau negu pusė visų išrašytų čekių.

Čekiai ir grynieji pinigai tėra mažas mūsų finansų sistemos komponentas. Daugiausia didelių mokėjimų yra atliekama ne čekiais, o telegrafo pervedimais. Tokių telegrafo pervedimų yra didelė daugybė, daugiau kaip 1000 milijardų dolerių vidutiniškai per dieną, tai yra maždaug tiek, kiek būna keturių mėnesių bendrojo nacionalinio produkto. FRS naudojasi telegrafo

pervedimų sistema **FRS telegrafo pervedimai**, o didieji bankai — kita sistema — **KKTMS***, daugiausia naudojama tarptautiniams atsiskaitymams.

Svarbus skirtumas tarp FRS telegrafo pervedimų ir KKTMS yra tas, kad FRS telegrafo pervedimų sistemos atlikti visi mokėjimai yra neatšaukiami, o KKTMS — ne. Sakykime, bankas perveda telegrafu daugiau lėšų (tai yra rezervų iš FRS), negu jis iš tikrųjų turi. Taip gali atsitikti, nes įplaukiančių ir išplaukiančių lėšų srautai kiekvieno banko rezervų sąskaitose yra nepaprastai dideli: vidutiniškai vienas doleris bankų rezervų sąskaitoje apsisuka apie dvidešimt penkis kartus per dieną. Jeigu, pavyzdžiui, dėl neapsižiūrėjimo bankas pervedė per KKTMS lėšas, kurių jis iš tikrųjų neturėjo, tada KKTMS, tai aptikusi, panaikins kreditą, kurį buvo užregistravusi gaunančiajam bankui. Bet gali atsitikti taip, kad gavėjas, nežinodamas, jog pervedimas turės būti grąžinamas, norės panaudoti tas lėšas mokėjimams; tada ir antrasis kreditas turės būti panaikintas. Potencialus pavojus yra akivaizdus, ir KKTMS planuoja greitai pereiti prie neatšaukiamų atsiskaitymų, kaip ir FRS telegrafo pervedimai. Ši sistema, kaip ir FRS telegrafo pervedimai, leistų viršyti turimus rezervus **iki darbo dienos pabaigos**, o tai reiškia, kad bankai galėtų panaudoti daugiau lėšų, negu turi savo sąskaitoje, tačiau dienos pabaigoje bankų sąskaitų balansas turėtų būti išlygintas.

KORESPONDENTINĖ BANKININKYSTĖ

Privatus bankų tinklas, vadinamoji **korespondentinė bankininkystė**, sujungia bankus ir pašalina daugelį trūkumų, atsirandančių, kai yra daug mažų, vienas nuo kito nepriklausančių bankų. Pagal šią sistemą provincijų arba kiti smulkesnieji korespondentiniai bankai laiko indėlius, daugiausia indėlius iki pareikalavimo, dideliuose miesto, finansų centro, korespondentiniuose bankuose, dažnai keliuose. Šie indėliai yra nedideli, paprastai jų suma neprašoka 3 procentų visų indėlių sumos.

Miesto bankai atsilygina už tuos indėlius teikdami provincijų korespondentiniams bankams daug paslaugų. Viena svarbi paslauga yra čekių kliringas daug patogesniu būdu, negu daromas FRS. Miesto bankai teikia ir tiesiogines paskolas provincijų bankams, be to, kartu su jais dalyvauja teikiant paskolas, kurios vienam provincijos bankui būtų per didelės. Arba atvirkščiai, provincijos bankas, turėdamas per mažą paklausą, gali teikti pelningą paskolą kartu su miesto banku. Tarp daugelio kitų paslaugų, miesto korespondentinių bankų teikiamų provincijų korespondentiniams bankams, yra ir tokios: pirkti ir parduoti vertybinius popierius, sudaryti galimybę prieiti prie federalinių fondų rinkos (tai, stačiai sakant, yra rezervų rinka), teikti konsultacijas dėl investicijų ir bendras konsultacijas, pirkti ir

* KKTMS — kliringo kontorų tarpbankinių mokėjimų sistema (angl. Clearinghouse Interbank Payments System — CHIPS). — Vert. past.

parduoti užsienio valiutą savo klientams. Taigi miesto korespondentiniai bankai teikia daug tokių paslaugų, kurias centrinė didelio banko būstinė teikia savo filialams.

HOLDINGO BENDROVĖS

Holdingo bendrovė yra korporacija, kurios aktyvus sudaro vienos arba kelių kitų korporacijų kontroliniai akcijų paketai. Bankininkystėje kartais tai padeda apeiti griežtus bankininkystę reglamentuojančius įstatymus. Daugelyje valstijų, kur bankams neleidžiama turėti filialų, galima organizuoti holdingo bendrovę, turinčią kontrolinius keleto bankų akcijų paketus. Dažnai bankas gali naudoti holdingo bendrovę, pavesdamas jai veikti kaip banko filialui kitoje valstijoje. Holdingo bendrove bankininkystėje galima pasinaudoti, norint apeiti įstatymus, draudžiančius bankams skverbtis į kitas pramonės šakas. Bankų holdingo bendrovės gali gauti leidimą turėti filialus tose pramonės šakose, kurios yra „glaudžiai susijusios" su bankininkyste, tokiose, kaip finansų bendrovės, firmos, teikiančios kompiuterių paslaugas, kredito kortelių bendrovės, diskonto rinkų brokerių ir kt.[11]. (Šiuos suvaržymus detaliau aptarsime 9 skyriuje.)

Holdingo bendrovė naudinga dar tuo požiūriu, kad ji gali kaupti lėšas tokiu būdu, kokiu bankui kaupti neleidžiama. Pavyzdžiui, bankui pačiam neleidžiama leisti komercinius vertybinius popierius ir taip skolintis lėšų, o banko holdingo bendrovė gali tai daryti savo vardu ir vėliau perduoti lėšas savo bankui.

Taigi nieko nuostabaus, kad beveik visus šalies didžiausius bankus valdo holdingo bendrovės ir kad daugiau nei trys ketvirtadaliai visų komercinių bankų aktyvų priklauso bankams, susijusiems su holdingo bendrovėmis. Nors holdingo bendrovė teisiškai valdo banką, iš tikrųjų ji pati yra banko įsteigta ir jo valdoma. Nebankiniai holdingo bendrovės aktyvai paprastai yra labai nedideli.

KONCENTRACIJA BANKININKYSTĖJE

Jungtinėse Amerikos Valstijose yra apie 15 tūkstančių komercinių bankų. Dešimt didžiausių bankinių organizacijų valdo tik 20 procentų apdraustų komercinių bankų aktyvų. Tik keletas pramonės šakų turi tiek daug firmų

[11] Kad veikla būtų „glaudžiai susijusi" su bankininkyste, ji turi atitikti nors vieną iš šių reikalavimų: 1) daugelis bankų turi imtis šios veiklos pakankamai ilgą laiką, 2) priimti indėlius arba skolinti, 3) papildyti bankų paslaugas, pavyzdžiui, parduoti gyvybės draudimo polisus, kai skolininko mirties atveju skola bankui yra panaikinama, ir 4) dirbti tai, ką bankai gerai išmano, pavyzdžiui, apdoroti duomenis.

5.2 lentelė. Apdraustų JAV komercinių bankų pasiskirstymas pagal dydį. 1987 m. gruodžio 31 d.

Bankų aktyvų dydis (mln. dol.)	Dalis iš visų bankų (%)	Dalis iš visų bankų aktyvų (%)
Mažiau nei 25	32,9	2,2
25–50	26,0	4,3
50–100	20,9	6,6
100–300	13,8	10,1
300–500	2,3	4,0
500–1000	1,6	5,1
1000–5000	1,5	11,4
5000–10000	0,8	19,2
10000 ir daugiau	0,3	36,9

Šaltinis: FDIC, Statistics on Banking, 1987.

ir tokią nedidelę koncentraciją, todėl kitas gali pamanyti, kad bankininkystėje monopolijų problemos nėra. Žinoma, kai kam gali kilti klausimas, ar ne bėda, kad bankų yra per daug ir sunku tikėtis gero ekonominio efekto, kad jie galėtų teikti klientams pakankamai paslaugų. Tačiau empiriniai tyrimai rodo, kad ir didelis banko išsiplėtimas teduoda menką ekonominį efektą.

Faktas, kad bankininkystė nėra koncentruota, dar nereiškia, kad nėra nepakankamos bankų konkurencijos problemos. Didelės firmos gali skolintis iš bet kurio šalies banko, o smulkios firmos, žinomos tik savo gyvenvietėje, gali skolintis tik iš vietinių bankų. Bankai negali gauti informacijos, kuri įgalintų juos skolinti vietinėms firmoms. Be to, firmos regione gali būti tik vienas bankas.

Žinoma, nacionaliniu lygiu koncentracija yra dar mažesnė. 5.2 lentelė rodo bankų pasiskirstymą pagal dydį.

Kadangi asmeninių santaupų indėlininkai yra atsargūs, jie paprastai naudojasi bankais, esančiais jų gyvenamoje teritorijoje; taigi, ir gyvenimas tam tikroje vietoje jau sudaro prielaidą neefektyviam konkurenciniam pasirinkimui. Žinoma, indėlininkai turi galimybę pasirinkti iš konkuruojančių taupymo ir paskolų asociacijų bei taupomųjų bankų. Be to, paplitus automatiniams kasos įrengimams ir kitoms elektroninėms bankininkystės priemonėms, indėlininkai gali lengviau naudotis bankų, esančių už jų gyvenamosios vietos ribų, paslaugomis, jei jų nepatenkina vietinių bankų paslaugos.

Anksčiau paprastai žmonės nerimavo dėl to, kad kai kurie bankai yra per dideli ir per daug galingi, o dabar kai kas mano priešingai, — kad patys didžiausi Amerikos bankai yra per maži, kad galėtų efektyviai konkuruoti tarptautinėje rinkoje. Nerimui priežasčių yra: 1972 metais trys di-

džiausi pasaulio bankai buvo Amerikos bankai, o 1988 metais didžiausias Amerikos bankas „Citibank" užėmė tik septynioliktą vietą pasaulyje. Šis santykinis Amerikos bankų dydžio sumažėjimas iš dalies, bet tik iš dalies, įvyko dėl dolerio kurso kritimo; mat padidėjo užsienio bankų didumo išraiška doleriais. Galimas daiktas, Amerikos bankai užleidžia kai kurias didelio masto veiklos galimybes užsienio bankams.

FILIALAI

Dar visai neseniai filialų steigimas bankininkystėje buvo ribojamas. Kai kurios valstijos, pavyzdžiui, Kalifornija, leido steigti filialus be apribojimų, o kitos, pavyzdžiui, Ilinojus, draudė bet kokius bankų filialus. Daugelis kitų valstijų leido steigti bankų filialus tik su tam tikromis išlygomis. Pavyzdžiui, bankui galėjo būti leista turėti filialus tik apygardose, kurios ribojasi su apygarda, kurioje yra įsikūrusi banko būstinė. Bankams buvo draudžiama steigti filialus kitose valstijose, o bankų holdingo bendrovės negalėjo įsigyti bankų kitose valstijose be specialaus valstijos leidimo (tą leidimą valstijos duodavo retai)[12].

Dauguma draudimų bankams steigti filialus dabar yra atšaukta. Arba buvo pakeisti įstatymai, arba bankai surado kelius, kaip tuos įstatymus apeiti. Valstijos liberalizavo įstatymus dėl filialų, ir daugelis valstijų dabar leidžia filialus steigti. Vienas būdas, kaip tvarkyti bankininkystės reikalus tarp valstijų, buvo sukurtas tarpusavyje susitarus tam tikro regiono valstijoms. Tie susitarimai leido bankų holdingo bendrovėms bet kurioje iš tų valstijų pirkti bankus arba steigti naujus. Taip pasibaigė istorinis mūšis su filialais bankininkystėje.

SOCIALINIS BANKO PASKOLŲ REGULIAVIMAS

Keletas dokumentų bando apsaugoti bankų klientus nuo išnaudojimo ir diskriminacijos. Paprasčiausias pavyzdys yra **palūkanų įstatymai**. Jie nustato aukščiausią paskolų palūkanų normų leistinąją ribą. Tokie įstatymai turi apginti žmones nuo išnaudojimo, kai jiems trūksta finansinių žinių ir patys apsisaugoti negali, arba kai nėra pakankamos konkurencijos tarp skolintojų. Žinoma, jei valstija nustatys žemesnes negu pusiausvyros palūkanų normų ribas, skolintojai gali paprasčiausiai liautis skolinti toje valstijoje. Arba jie gali imti skolinti tik patiems patikimiausiems klientams, vadinasi, žmonės, kuriuos tas įstatymas turėtų apsaugoti nuo plėšikiškų palūkanų, dažnai visai negaus paskolų.

[12] Kai buvo priimtas įstatymas, draudžiantis holdingo bendrovėms valdyti bankus kitose valstijose, kai kurios holdingo bendrovės juos jau buvo įsigijusios. Toms bendrovėms juos valdyti buvo leista.

Federalinis **Doro skolinimo įstatymas** reikalauja, kad skolininkui būtų suteikta informacija apie kitų skolintojų nustatytas palūkanų normas, kad jis galėtų palyginti. Kol nebuvo įstatymo, palūkanų normas palyginti buvo sunku. Tačiau abejotina, ar visuomet laikomasi šio įstatymo, nes papildomos informacijos nauda klientams susijusi su papildomomis banko išlaidomis, be to, dauguma klientų gali paprasčiausiai ignoruoti pateiktą informaciją. Kitas įstatymas apsaugo klientus nuo reikalavimo toliau grąžinti paskolą, jei prekė, pirkta skolon, yra su defektu.

Diskriminaciją dėl rasės, lyties, amžiaus arba tikėjimo draudžia kitas įstatymas. Vienas šių įstatymų draudžia atsisakyti teikti paskolas tam tikrose vietose, pavyzdžiui, miesto rajonuose, kur susitelkę socialinių mažumų gyventojai. Kiek bankai praktiškai laikosi šio įstatymo, nelabai aišku.

Bendruomenės reinvestavimo aktas teigia, kad bankai ir kiti apdrausti skolintojai privalo patenkinti pagrįstus nedideles pajamas turinčių asmenų, gyvenančių toje pačioje vietoje, kur yra įsikūręs bankas ar jo filialas, kreditų poreikius. Kai bankai prašo leidimo atidaryti naują filialą arba prisijungti kitą įstaigą, bankų reguliavimo agentūros privalo atsižvelgti į tai, ar jie savo veiklos rajone iki šiol aptarnavo nedideles pajamas gaunančius gyventojus. Socialiniai aktyvistai, remdamiesi Bendruomenės reinvestavimo aktu, kartais grasindavo parašyti skundą, taip norėdami padėti tikrai mažas pajamas gaunantiems žmonėms. Ar toks įstatymas reikalingas, ar pelno siekimas pats pakankamai skatina pagrįstų nedideles pajamas gaunančių žmonių kredito poreikių patenkinimą, dar yra diskutuojama.

TAUPYMO IR PASKOLŲ ASOCIACIJOS

Svarbiausios iš taupomųjų organizacijų yra taupymo ir paskolų asociacijos. Jos labiausiai skiriasi nuo bankų tuo, kad dauguma jų suteiktų paskolų yra hipotekinės ir beveik visi indėliai yra terminuoti. Teisiškai jos skiriasi nuo bankų skirtingu registravimo būdu. Paprastai, nors ne visada, jų pavadinime yra žodis *taupomasis*.

Registravimas, priežiūra ir draudimas

Taupymo ir paskolų asociacijos gali būti steigiamos kaip korporacijos, priklausančios akcininkams, arba kaip savitarpio taupymo ir paskolų fondai, priklausantys indėlininkams, tačiau faktiškai indėlininkai jų nekontroliuoja. Jų registracija gali būti federalinė arba valstijos. Tos, kurių registracija yra federalinė, yra Federalinio vidaus paskolų banko sistemos nariai, jas prižiūri ir kontroliuoja dvylika federalinių vidaus paskolų bankų. 5.3 lentelėje pateikiami taupymo ir paskolų asociacijų duomenys.

5.3 lentelė. **Kai kurie Federalinės taupymo ir paskolų asociacijų draudimo bendrovės apdraustų taupymo ir paskolų asociacijų duomenys.** 1988 m. gruodis

	Dalis iš visų asociacijų (%)	Dalis iš visų asociacijų aktyvų (%)
Savitarpio taupymo ir paskolų fondai	56,4	26,5
Akcinės bendrovės	43,6	73,5
Federalinis registravimas	48,2	59,4
Valstijų registravimas	51,8	40,6
Aktyvai (milijonais dolerių)		
Mažiau kaip 100	49,6	5,1
100–1000	42,2	26,6
Daugiau kaip 1000	8,3	68,3

Šaltinis: United States League of Savings Institutions. — Savings and Loan Fact Book, 1989, p. 45.

Taupymo ir paskolų asociacijų istorijos apžvalga

Taupymo ir paskolų asociacijų veiklą pradėjo žmonės, gaunantys mažas ir vidutines pajamas, susijungę į asociacijas, į kurias sudėjo savo lėšas ir naudojo gyvenamųjų namų statybai. Užuot laukę, kol sukaups pakankamai lėšų namui pirkti, jie sudėdavo savo santaupas ir atrinkdavo, dažnai burtais, vieną narį, kuriam paskolindavo sudėtas santaupas. Pirmoji Amerikos taupymo ir paskolų asociacija buvo 1831 metais įkurta Oksfordo statybinė bendruomenė Pensilvanijoje.

Naujausioji taupymo ir paskolų asociacijų istorija yra glaudžiai susijusi su vyriausybės politika dėl namų nuosavybės, nes ši politika remiasi daugiausia taupomųjų organizacijų teikiamomis hipotekinėmis paskolomis. Naujoji politika siekė padidinti namų savininkų skaičių, ir ji buvo sėkminga; 1930 metais maždaug trečdalis šeimų turėjo namus; šiuo metu juos turi apie du trečdalius. Siekdama šio tikslo, vyriausybė pakeitė vyraujančią hipotekos rūšį. Iki naujosios politikos ilgalaikės hipotekinės paskolos, kaip dabar suprantame, nebuvo įprastos; vyravo paskolos, įkeičiant didžiulės sumos užstatą, dažniausiai penkeriems metams. Iš tikrųjų dažniausiai paskola būdavo atnaujinama kitiems penkeriems metams, bet toks skolinimosi būdas daugiausia buvo prieinamas labiau nei vidutiniškai pasiturintiems asmenims. Norėdama padėti didesniam žmonių skaičiui nusipirkti namus, federalinė vyriausybė skatino taupomąsias organizacijas teikti tokio tipo hipotekines paskolas, kaip dabar suprantame, tai yra ilgalaikes, tvirtų palūkanų, dalimis grąžinamas paskolas, įkeičiant nekilnojamąjį turtą. Tokioms hipo-

tekinėms paskoloms drausti buvo įsteigta Federalinė namų statybos organizacija. Tokia politika buvo sėkminga — šeimos pamatė, kad ilgalaikės hipotekinės paskolos yra priimtinos, ir po Antrojo pasaulinio karo nuosavų namų labai padaugėjo.

Bet kai kas liko nenumatyta. Ilgalaikės tvirtų palūkanų hipotekinės paskolos gerai tol, kol palūkanų normos nepradeda sparčiai didėti, ir kol trumpalaikių paskolų palūkanų normos yra mažesnės už ilgalaikių. Taupymo ir paskolų asociacijos skolinasi trumpam, o skolina ilgam laikui; kai palūkanų norma stabili, jos gali numatyti skirtumą tarp to, ką gauna už savo paskolas, ir to, ką išmoka indėlininkams.

Nors laikotarpiu tarp Antrojo pasaulinio ir Vietnamo karo palūkanų normos ir augo, tas augimas nebuvo didelis. Dešimties metų vyriausybinių obligacijų palūkanos buvo 2,8 procento 1953 metais ir 4,0 procentai 1963 metais, trumpalaikių paskolų palūkanų normos visą šį laikotarpį buvo žemesnės negu ilgalaikių. Bet po 1965 metų palūkanų normos ėmė žymiai didėti; iki 1982 metų dešimties metų vyriausybės obligacijų palūkanos pasiekė 13,9 procento, o iždo vekselių — 14,0 procentų. Kai palūkanų normos sparčiai didėja, taupymo ir paskolų įstaigos patiria sunkumų. Norėdamos išlaikyti indėlininkus, jos privalo mokėti didesnes palūkanas, už anksčiau išduotas paskolas gaudamos mažesnes palūkanas. 1981 metais taupymo ir paskolų asociacijos vidutiniškai mokėjo 10,92 procento už pritraukiamas lėšas, o už savo aktyvus gaudavo tik 10,11 procento. Neigiamas 0,81 procento skirtumas neleido atlyginti net operacijų išlaidų!

Ką reikėjo daryti? Anksčiau išduotų hipotekinių paskolų palūkanų normos padidinti buvo neįmanoma. Bet palūkanų, mokamų už indėlius, didėjimą sulaikyti buvo galima. 1933 metų Bankininkystės aktas įpareigojo FRS nustatyti didžiausią terminuotųjų indėlių palūkanų ribą. Iki 1967 metų FRS šią taisyklę, **taisyklę *Q***, įgyvendino, lengva ranka didindama aukščiausią leistinąją ribą, kai tik rinkoje palūkanų norma pakildavo iki tokio lygio, kad bankams tapdavo neparanki[13]. Bet 1967 metais taupomosios organizacijos ėmė skųstis, kad konkurencija dėl indėlių tarpusavyje bei su bankais didina palūkanų normas tiek, kad privers daugelį taupymo ir paskolų įstaigų bankrutuoti. Taigi užuot pakėlusi taisyklės *Q* viršutinę leistinąją ribą, FRS, siekdama padėti taupomosioms organizacijoms, ją sumažino. Panašias reguliavimo taisykles išleido ir FIDK bankams ne FRS nariams bei Federalinė taupymo ir paskolų asociacijų draudimo korporacija (FTPADK), iki 1989 metų draudusi taupymo ir paskolų asociacijų indėlius, — taupymo ir paskolų asociacijoms.

---

[13] Terminas *taisyklė Q* neturi jokios paslėptos reikšmės. FRS pirmąją savo taisyklę pavadino taisykle *A*, o vėliau vienas iš pavadinimų pasiekė raidę *Q*, kuri žymėjo indėlių palūkanų normų reguliavimo taisyklę.

Taisyklės Q problemos

Taisyklė *Q* buvo įvesta norint palengvinti kritišką 1967 metų padėtį, bet ta politika nebuvo perspektyvi. Prireikė 18 metų skausmingo patyrimo, kol taisyklė *Q* buvo visiškai panaikinta.

Taigi taisyklė *Q* padarė daug žalos. Visų pirma, ji buvo diskriminacinė. Turtingi savininkai, lengviau gaunantys finansinę informaciją, galėjo gauti didesnes palūkanas pirkdami vertybinius popierius tada, kai vyriausybė mažino palūkanų normą, kurią asmenys, gaunantys mažas ir vidutines pajamas bei turintys mažiau finansinių žinių, gaudavo už savo indėlius.

Antra, taisyklė *Q* lėmė, kad palūkanų normoms didėjant, mažėjo finansinis tarpininkavimas. Tai reiškia, kad lėšos buvo perkeliamos iš finansinio tarpininkavimo į tiesiogines investicijas. Didėjant vertybinių popierių palūkanų normoms, indėlininkams buvo naudingiau atsiimti indėlius ir pirkti vertybinius popierius. Kadangi palūkanų normos žymiai padidėjo, lėšų įplaukos į taupymo ir paskolų asociacijas akivaizdžiai sumažėjo. Dėl to jos turėjo mažinti hipotekinių paskolų mastą. Vargu ar to buvo laukiama įvedant taisyklę *Q*. Ji buvo įvesta ne pačioms taupymo ir paskolų įstaigoms, bet labiau tam, kad tos įstaigos turėtų gatavus hipotekinių paskolų šaltinius ekonominės politikos palaikomai statybos pramonei. Tuo tarpu sumažėjo tarpininkavimas. Tai atspindi pagrindinį ekonomikos dėsnį: jei jūs nustatote tvirtą kainą, prarandate kiekybės kontrolę, ir atvirkščiai.

Kitas pagrindinis ekonomikos dėsnis sako, kad jei jūs blokuojate vieną konkurencijos kanalą, stimuliuojate kitus. Kai taisyklė *Q* uždraudė indėlių įstaigoms kainų konkurenciją (tai yra kelti indėlių palūkanų normas), indėlių įstaigos ėmė teikti indėlininkams dovanas. Be to, jos konkuravo atidarydamos naujas kontoras ir taip didindamos pasirinkimo galimybę. Tokia ne kainų konkurencija labai daug kainuoja.

Dar viena svarbi ekonomikos taisyklė teigia, kad jei jūs pradedate kontroliuoti vieną institucijų tipą, likusios nekontroliuojamos institucijos, teikdamos panašius produktus, suklestės arba atsiras ir naujų. Taip taisyklė *Q* sąlygojo pinigų rinkos fondų didėjimą — buvę nežymūs, fondai tapo svarbiu finansų rinkos elementu. Pinigų rinkos fondai greitai pritraukė bankų ir taupomųjų organizacijų indėlius.

Iš tikrųjų, taisyklės *Q* istorija nerodo, kad visa taupomųjų organizacijų sistema yra gyvybinga tik tada, kai jai yra sudaromos specialios sąlygos. Kaip jau aukščiau aptarėme, finansuoti ilgalaikėmis hipotekinėmis paskolomis su tvirtomis palūkanomis galima tik tada, kai palūkanų normos nedidėja sparčiai. Ir 8 dešimtmetyje, ir 9 dešimtmečio pradžioje palūkanos didėjo greitai. Dėl to, vertinant ekonominėmis kategorijomis (bet ne teisiniais arba sąskaitybos terminais), daugumos taupymo ir paskolų asociacijų nuosavasis kapitalas buvo neigiamas. Jas gelbėjo tik tas faktas, kad apskaita hipotekas vertino jų įsigijimo, o ne rinkos kaina. Vieno tyrimo rezultatai

parodė, kad apdraustos taupymo ir paskolų asociacijos 1981 metais patyrė tiek įvertinamųjų nuostolių (skaičiuojant jų paketo tikrosios ir apyskaitinės vertės skirtumu), kiek būtų patyrusios prarasdamos 35 procentus savo išduotų hipotekinių paskolų. Taupomiesiems bankams šis skaičius sudarė 39 procentus[14]. Taupymo ir paskolų asociacijoms padėjo išgyventi aktyvai, niekada neparodyti apskaitoje, — indėlių draudimo garantijų vertė. Jeigu nebūtų buvę draudimo, daugiau informacijos turintys indėlininkai būtų pradėję atsiiminėti savo indėlius iš taupymo ir paskolų asociacijų.

Taisyklės Q panaikinimas

Suprantama, reikėjo ką nors daryti, ir daug kas buvo mėginama daryti. Vienas iš bandymų buvo kainų diskriminacija. Ne visi taupytojai atsiima indėlius vos tik rinkos palūkanų normai padidėjus daugiau, negu taisyklės *Q* yra nustatyta. Taigi užuot pakėlus visas palūkanų normas — tai būtų nuostolinga taupomosioms organizacijoms, — kodėl nepabandžius pakelti aukščiausios leistinosios palūkanų normos ribos tik toms indėlių rūšims, kurios yra jautrios palūkanų normų pasikeitimams: dideliems ir ilgalaikiams indėliams. Taip ir buvo pabandyta. Bet kiti indėlininkai, pamatę, kad palūkanų normos už didelius ir ilgalaikius indėlius yra daug didesnės negu jų gaunamos, irgi padėdavo ilgalaikius indėlius, o kartais sujungdavo smulkius indėlius į vieną didelį. Dėl to didesnes palūkanas mokėti už didelius ir ilgalaikius indėlius taupomosioms organizacijoms tapo per brangu.

Norint sumažinti grąžinimo terminų skirtumą tarp aktyvų ir pasyvų, buvo išmėgintas kitas būdas. Buvo įvestos kintamų palūkanų hipotekinės paskolos, ir kai kurios iš jų susilygino su trumpalaikiais aktyvais[15]. Bet tuo buvo nelabai daug pasiekta, nes ilgalaikiai skolintojai nebuvo linkę išduoti ilgalaikių hipotekinių paskolų su kintamomis palūkanomis. Kitas aktyvų ir pasyvų grąžinimo laikotarpių skirtumų sumažinimo būdas — taupomosioms organizacijoms buvo leista teikti daug trumpesnio negu hipotekinių paskolų grąžinimo laikotarpio paskolas vartotojams ir verslininkams. Bet per trumpą laiką tai irgi nepadėjo. Taupomosios organizacijos vis laikė savo sąskaitoje senas hipotekines paskolas, ir būtų praėję daug laiko, kol vartojimo ir verslo paskolos būtų užėmusios žymią jų paketo dalį.

Darėsi vis aiškiau, kad taisyklė *Q*, kuri sėkmingai išgelbėjo daugelį tau-

---

[14] *Edward Kane.* The Gathering Crisis in Deposit Insurance, Cambridge, Mass., MIT Press, 1985.

[15] Kintamų palūkanų hipotekinės paskolos yra tokios, kurių palūkanų normos kinta priklausomai nuo kitų palūkanų normų, pavyzdžiui, nuo vyriausybinių 5 metų vertybinių popierių palūkanų normų arba nuo taupymo ir paskolų įstaigų lėšų vidutinės kainos. Tokios kintamų palūkanų hipotekinės paskolos yra panašios į trumpalaikes hipotekines paskolas, nes skolintojas išvengia didžiosios dalies palūkanų normos rizikos, kuri būdinga tvirtų palūkanų ilgalaikėms hipotekinėms paskoloms.

pomųjų organizacijų nuo bankroto, nėra gyvybinga ilgalaikė priemonė. Taigi 1980 metais buvo priimtas naujas įstatymas, numatantis panaikinti taisyklę *Q* nuo 1986 metų kovo mėnesio. Vietoj to taupymo ir paskolų institucijoms buvo suteikta teisė atidaryti PP sąskaitas, tai yra priimti palūkanas duodančius čekinius indėlius, ir sumažinti kai kurie kiti apribojimai.

Problemos dėl skolų terminų neatitikimo

Taisyklės *Q* panaikinimu buvo norima paveikti finansinio tarpininkavimo sumažėjimą ir konkurenciją su pinigų rinkos fondais. Bet tai nepanaikino skolų gąžinimo terminų skirtumų, kurie vis dar slėgė taupomąsias organizacijas. Daugumos iš jų pasyvai tebebuvo didesni negu realioji jų aktyvų vertė. Iš dalies ši problema buvo sprendžiama jungiant silpnas organizacijas prie stiprių ir iš dalies varant tokią politiką, kurią mes pavadintume „taip nėra". Kadangi taupymo ir paskolų asociacijų indėliai yra apdrausti ir joms nebaisus diena po dienos vykstantis grynųjų pinigų nuotėkis, jos gali išsilaikyti net ir tada, kai nuosavasis kapitalas yra neigiamas. Todėl priežiūros įstaigos leido kai kurioms asociacijoms veikti net tuo atveju, kai jų nuosavasis kapitalas, vertinant standartiniu požiūriu, buvo sumažėjęs labiau negu leidžia taisyklės. Be to, FTPADK kai kurioms silpnoms taupymo ir paskolų asociacijoms suteikė lėšų nuosavajam kapitalui padidinti. Taupymo ir paskolų asociacijos iš tų lėšų privalėjo mokėti palūkanas tik tuo atveju, jeigu turėdavo pajamų, o ne nuostolių. Kitas kūrybinės apskaitos pavyzdys buvo dviejų institucijų sujungimas tokiu būdu, kad jos galiausiai turėdavo daugiau kapitalo savo sąskaitose, negu būdamos atskiros firmos. Tokie tikrovės ignoravimo būdai tik trumpą laiką švelnino padėtį. Bet tai padėdavo. Kai palūkanų normos 1982 ir 1983 metais nukrito, daugelis institucijų, iki tol gyvavusių tik popieriuje, vėl tapo gyvybingos. Sąžiningumas ne visada yra geriausia politika.

Bet kūrybinė apskaita neišsaugojo visų taupymo ir paskolų asociacijų. Kai kurių iš jų skolų grąžinimo terminų skirtumai buvo per dideli. Kitos nukentėjo dėl politikos, kuri turėjo joms padėti: 1980 ir dar kartą 1982 metais taupymo ir paskolų asociacijoms buvo leista žymiai laisviau pasirinkti aktyvų sudarymo būdus. Todėl kai kurios iš jų bankrutavo dėl neatsakingai išduotų paskolų, o ne dėl skolų grąžinimo terminų nederėjimo.

Taupymo ir paskolų asociacijų skaičius labai sumažėjo. Sumažėjimą iš dalies sąlygojo savanoriškas susijungimas, o ne bankrotai arba susijungimai siekiant išvengti bankrotų. Net įvertinant tik formalius bankrotus ir atmetant bankrotus, įformintus kaip susijungimus, bankrotų labai padaugėjo. Kadangi yra tik keletas didelių taupymo ir paskolų asociacijų, tarp jų buvo mažiau patyrusių dramatiškus bankrotus palyginti su bankais. 1988 metais FTPADK teko laiduoti 2 milijardais dolerių už antrą pagal dydį taupymo

ir paskolų įstaigą — Amerikos taupymo ir paskolų bendrovę, turinčią 30 milijardų dolerių aktyvų.

Šiuo metu vyksta ginčai dėl svarbiausios bankrotų padaugėjimo priežasties. Viena nuomonė yra tokia: bankrotus sąlygojo palūkanų normos rizika dėl skolų grąžinimo terminų neatitikimo. Kiti aiškina, kad tai yra laiku negrąžintų paskolų rezultatas. Šį paaiškinimą galima padalyti į dvi dalis. Viena — per pastaruosius metus nemažai taupymo ir paskolų asociacijų perėmė žmonės, kurie tas paskolas naudojo sau. Antra — kadangi taupymo ir paskolų asociacijoms grėsė bankrotai dėl skolų grąžinimo terminų neatitikimo, jos, neturėdamos ką prarasti, teikė labai rizikingas paskolas, kurios galėjo duoti labai daug pelno. Jeigu rizika būtų atsipirkusi, taupymo ir paskolų asociacijos galėjo uždirbti pakankamai, kad galėtų tęsti veiklą, o nepasisekimo atveju nėra labai didelio skirtumo, ar bankrutuoji su dideliais nuostoliais, ar su mažais. Šiuo atveju požiūris toks: jeigu laimiu — tai aš, jeigu pralošiu — nuostoliai tenka FTPADK. Taip vienas nuodugnus tyrimas pagrindžia skolų grąžinimo terminų skirtumų paaiškinimą, bet jis apima laikotarpį tik iki 1985 metų[16]. Žymiai sunkiau paaiškinti vėlesnius bankrotus. Trečiasis veiksnys yra tas, kad taupymo ir paskolų asociacijoms turint daug daugiau rūšių aktyvų negu iki tol, reikėjo daug didesnės priežiūros apsisaugoti nuo sukčiavimo ir nepagrįstos rizikos. Bet tam nebuvo pakankamai žmonių.

Taupymo ir paskolų asociacijų krizė

9 dešimtmečio pabaigoje vis daugiau ir daugiau taupymo ir paskolų asociacijų tapo nemokios. Tinkamiausia FTPADK reakcija būtų buvusi uždaryti jas visas, kol nepadarė dar didesnių nuostolių. Bet FTPADK negalėjo to padaryti, nes jos draudimo fondai buvo per maži, kad būtų galima perimti visas nemokias organizacijas ir kompensuoti visiems indėlininkams arba apmokėti stiprioms organizacijoms už tai, kad šios prisijungtų žlungančias. Bet su daugeliu organizacijų ji vis dėlto taip pasielgė. Vien tik 1988 metais tarp vasario ir gegužės mėnesių FTPADK perėmė du šimtus nemokių organizacijų (įskaitant ir devintąją vietą pagal dydį užimančią taupomąją organizaciją), kurių visi pasyvai buvo beveik 30 milijardų dolerių didesni už aktyvus. Kai kurios taupymo ir paskolų asociacijos buvo apdraustos ne FTPADK, o valstijų įsteigtų draudimo fondų. Du tokie valstijų fondai — Ohajo ir Merilendo — irgi bankrutavo!

Skatindama susijungimą, FTPADK naudojo keletą būdų. Vienas iš jų — AJS vekseliai* Užuot pervedę pinigus mokiai organizacijai, perimančiai

[16] *George Benston.* An Analysis of the Causes of Savings and Loan Association Failures. New York, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business, New York University, 1985.

* AJS — aš jums skolingas (angl. I owe you — IOU) — skolos paliudijimo forma. — Vert. past.

bankrutavusiąją, jai išduodavo vekselį. Kitas būdas buvo susitarimas, kad po susijungimo susikūrusiai naujajai organizacijai buvo leidžiama veikti su mažesniu kapitalo/aktyvų santykiu, negu reikalaujama iš kitų organizacijų. Trečias būdas buvo mokesčių lengvatos (galiojo iki 1988 metų pabaigos), taikomos po tokio susijungimo. Visos šios skatinimo priemonės brangiai kainavo. Vekselių dabartinė vertė (skaičiuojama pagal lygį, kuriuo gali skolintis vyriausybė) prašoko sumą, kurią FTPADK galėjo apmokėti, jeigu būtų mokėjusi pinigais. Mažesnis kapitalo/aktyvų santykio reikalavimas padidino būsimųjų FTPADK nuostolių riziką, o mokesčių sumažinimas gerokai sumažino federalines pajamas.

Bet net ir panaudojusi šias priemones, FTPADK turėjo leisti daugeliui nemokių organizacijų (dažnai vadinamų zombiais) veikti. 1989 metų gegužės mėnesį buvo šeši šimtai nemokių taupymo ir paskolų įstaigų, didinančių nuostolius, kurie pagal kai kuriuos vertinimus sudarė daugiau kaip tris ketvirtadalius milijardo dolerių per mėnesį. 1988 metų pabaigoje tapo aišku, kad reikia didelio FTPADK laido. Bet niekas nieko nedarė ligi rinkimų. Nauja Bušo (Bush) administracija pasiūlė įgyvendinti laidavimą ir reorganizuoti taupymo ir paskolų asociacijų draudimo bei priežiūros sistemą. 1989 metais Kongresas priėmė pataisytą šio pasiūlymo variantą.

Laidavimas už taupomąsias organizacijas

1989 metų laidavimo įstatymas, žinomas kaip **Finansų įstaigų reformos, atkūrimo ir sustiprinimo aktas (FĮRASA)***, turėjo dvi funkcijas. Pirmiausia — teikti lėšas bankrutuojančioms arba jau turinčioms neigiamą nuosavąjį kapitalą taupomosioms organizacijoms prijungti arba likviduoti. Ilgesniam laikotarpiui — užkirsti kelią, kad nepasikartotų masiniai taupomųjų organizacijų bankrotai.

Pagal naująjį įstatymą buvo įsteigta **Rezoliucijos įgyvendinimo korporacija**, kuri turėjo nušluoti bankrutuojančias taupomąsias organizacijas. Ši vyriausybinė korporacija veiks iki 1992 metų rugpjūčio mėnesio, vėliau jos funkcijas perims FIDK. FĮRASA numato, kad išlaidos per 10 metų sudarys 98 milijardus dolerių, be 61 milijardo, jau išnaudoto nemokioms organizacijoms uždaryti prieš įsigaliojant Aktui. Bet daugelis apžvalgininkų mano, kad šis dydis yra sumažintas. Kongreso biudžeto tarnyba mano, kad daugiau nei 30 metų projektas kainuos apie 300 milijardų dolerių. (Žinoma, reikia pažymėti, kad tie skaičiai nėra dabartinė vertė, bet tai yra suma numatomų išlaidų, apskaičiuojamų jų padarymo dieną. Pavyzdžiui, doleris, išleistas 1999 metais yra prilyginamas doleriui, išleistam 1989 metais.) Tikimasi, kad mažiausiai 75 procentai iš minėtų 300 milijardų dolerių

* Angl. Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act — FIRREA. — Vert. past.

bus paimti iš mokesčių mokėtojų, o indėlių įstaigų išmokos, gaunamos už ankstesnes draudimo sumas, ir Vidaus paskolų banko išmokos sudarys likusius 25 procentus. Šie skaičiai, žinoma, yra tik apytikriai, o realieji gali smarkiai skirtis.

FĮRASA pakeičia ir Federalinę vidaus paskolų banko tarnybą, anksčiau kontroliavusią federalinius vidaus paskolų bankus, ir FTPADK, kuri anksčiau drausdavo ir tikrindavo federaliniu lygiu apdraustas taupomąsias organizacijas. Jų vietoj steigiamos kelios naujos tarnybos. Viena — **Taupomųjų organizacijų priežiūros tarnyba***, kuri prižiūrės ir registruos federalines taupymo ir paskolų asociacijas bei prižiūrės valstijų registruotas taupymo ir paskolų asociacijas. Dar yra indėlių įstaigų draudimo fondai — **Taupymo asociacijų draudimo fondas** ir **Bankų draudimo fondas**. Abi šios agentūros yra valdomos FIDK, ir jomis visiškai pasitiki JAV vyriausybė. Federalinių vidaus paskolų bankų priežiūrai yra įsteigta **Federalinė namų statybos finansavimo taryba**. Bankrutavusių taupomųjų organizacijų aktyvams parduoti yra **Rezoliucijos įgyvendinimo korporacija**, o ją prižiūri ir kontroliuoja **Rezoliucijos įgyvendinimo korporacijos Priežiūros taryba**.

Norėdama užkirsti kelią naujai taupomųjų organizacijų krizei, FĮRASA daro keletą reformų. Svarbiausia tai, kad didinami dviejų lygių kapitalo reikalavimai, ir taupomosios organizacijos privalo laikytis didesniųjų reikalavimų. Pirma, taupomosios organizacijos privalės laikytis tokių pat griežtų kapitalo reikalavimų, kokie yra taikomi nacionaliniams bankams, kad sumažėtų rizika. Antra, įvedami specifiniai taupomosioms organizacijoms kapitalo reikalavimai. Jie tokie: pagrindinio kapitalo ir aktyvų santykis privalo būti 3 procentai, o mažiausias apčiuopiamojo kapitalo ir aktyvų santykis — 1,5 procento. [Pagrindinis kapitalas susideda pirmiausia iš akcinio (nuosavojo) kapitalo ir atskirai laikomų rezervų galimiems nuostoliams padengti. Apčiuopiamasis kapitalas neapima rezervo dėl galimų nuostolių.] Svarbus naujų kapitalo reikalavimų aspektas yra tas, kad atsikratoma apskaitos gudrybių, kuriomis anksčiau taupomosios organizacijos galėdavo naudotis skaičiuodamos savo kapitalą.

FĮRASA taupomųjų organizacijų saugumą bando garantuoti ir kitais būdais. Vienas iš jų yra draudimas laikyti menkavertes (šiukšlines) obligacijas, išskyrus tuos atvejus, kai jos yra laikomos atskirai kapitalizuotame filiale. Kitas būdas — griežtesni reikalavimai aktyvų daliai, kurią taupomosios organizacijos gali investuoti į įvairias vartojimui ir verslui skirtas paskolas, bei leidimas joms investuoti į akcijas tik per atskirai kapitalizuotą filialą. Anksčiau kai kurios valstijos savo registruotoms taupomosioms organizacijoms suteikdavo daugiau investicinių teisių, negu jų turi federalinių institucijų registruotos taupomosios organizacijos. Tai dabar sustabdyta. Be to, kontrolės institucijos dabar turi didesnę galią leisti draudžiamuo-

* Angl. Office of Thrift Supervision — OTS. — Vert. past.

sius įsakymus, taigi gali veiksmingiau stabdyti nesaugias operacijas, o baudos už įstatymų nesilaikymą yra padidintos.

Kitas svarbus FĮRASA išleistas nurodymas didina privalomas draudimo įmokas bankams bei taupomosioms organizacijoms ir reikalauja, kad federaliniai vidaus paskolų bankai skirtų lėšų laiduoti bei prisidėtų prie namų statybos finansavimo žmonėms, gaunantiems mažas pajamas. Dėl to federaliniai vidaus paskolų bankai turės mažiau dividendų skirstyti taupymo ir paskolų asociacijoms.

Pagaliau yra dar vienas labai svarbus patvarkymas: bankai dabar gali pirkti mokias taupomąsias organizacijas, o to anksčiau jiems nebuvo leidžiama daryti. Dėl to gali labai sumažėti taupomųjų organizacijų; mat bankai gali nupirkti jas ir paversti savo filialais. Bet kol kas dar anksti kalbėti, įvyks taip ar ne.

Ar pasiseks FĮRASA? Žinoma, seksis ten, kur reikia laidavimo, nes lėšų tam bus skiriama iš mokesčių mokėtojų. Ar jai pavyks ateityje išvengti krizės, aptarsime 9 skyriuje.

TAUPOMIEJI BANKAI

Taupomieji bankai pradėjo veiklą kaip labdaringos organizacijos; jų tikslas — apsaugoti žmonių, gaunančių mažas pajamas, santaupas. Todėl kai kurių bankų ir pavadinimai tokie: Taupymo po dešimt centų bankas, Amatininkų bankas. Iki 4 dešimtmečio komerciniai bankai nenorėjo turėti reikalų su smulkiomis žmonių, gaunančių mažas pajamas, santaupomis. O kadangi taupymo ir paskolų asociacijų visur nebuvo, daug tokių žmonių neturėjo galimybės saugiai laikyti santaupas. Tada atsirado nesavanaudiškų žmonių, kurie įsteigė taupomuosius bankus. Pirmieji tokie bankai buvo įsteigti kaip savitarpio taupomieji bankai. Jie paplito pirmiausia kai kuriose rytų ir vidurio vakarų valstijose, ir net ligi šiol yra susitelkę keliose valstijose. Beveik 90 procentų visų taupomųjų bankų aktyvų laikoma tik penkių valstijų taupomuosiuose bankuose (iš eilės — Niujorko, Masačūsetso, Konektikuto, Pensilvanijos ir Niū Džersio). Kitose valstijose šią vietą, kurią galėjo užimti taupomieji bankai, jau buvo užėmusios taupymo ir paskolų asociacijos.

Dabar atsiranda labai skirtingų taupomųjų bankų. Kai kurie iš jų įkurti kaip savitarpio fondai arba kaip akcinės bendrovės, vieni registruoti federalinių, kiti valstijų institucijų, vieni apdrausti Taupymo asociacijų draudimo fondo, kiti Bankų draudimo fondo. Iš 5.4 lentelės matyti taupomųjų bankų pasiskirstymas. Įstatai riboja taupomųjų bankų aktyvų rūšis — jų aktyvų sąrašas gali būti įvairesnis negu taupymo ir paskolų asociacijų, bet ne toks įvairus, kaip komercinių bankų. Taupomiesiems bankams jau seniai leidžiama laikyti korporacijų obligacijas ir nedidelį kiekį korporacijų akci-

5.4 lentelė. Federalinių įstaigų apdrausti taupomieji bankai. 1988 m. pabaiga

	Taupomųjų bankų dalis (%)	Taupomųjų aktyvų dalis (%)
Savitarpio fondai	52,2	31,4
Akcinės bendrovės	47,8	68,6
Federalinė registracija	58,5	61,0
Valstijų registracija	41,5	39,0
Taupomųjų bankų skaičius	891	

Šaltinis: Remtasi Taupymo organizacijų nacionalinės tarybos leidiniu National Fact Book of Savings Institutions. 1988. 7 lentelė.

jų, todėl jų aktyvuose yra mažiau hipotekinių paskolų, negu taupymo ir paskolų asociacijų aktyvuose, nors tokios paskolos vis dar tebėra svarbiausia jų aktyvų dalis.

Kadangi taupomieji bankai yra labai sutelkę savo dėmesį į hipotekines paskolas, jie, kaip ir taupymo ir paskolų asociacijos, 8 dešimtmetyje, kai palūkanų normos labai didėjo, turėjo didelių nuostolių. 1981 metais FIDK turėjo prijungti didžiulį Grinvičo taupomąjį banką prie kito taupomojo banko, ir tai kainavo apie pusę milijardo dolerių. Kadangi taupomieji bankai valdo daugiau trumpalaikių aktyvų negu taupymo ir paskolų asociacijos ir dėl to mažiau rizikuoja dėl palūkanų normų pasikeitimo, jų padėtis geresnė negu taupymo ir paskolų asociacijų.

KREDITO SĄJUNGOS

Iš trijų taupomųjų organizacijų rūšių kredito sąjungos yra mažiausia, bet sparčiausiai auganti rūšis. 1988 metais jų aktyvai sudarė 112,6 milijardo dolerių ir buvo tris kartus didesni negu prieš dešimt metų. Vienu metu jų klientai, vadinamieji nariai, privalėjo turėti kokių nors bendrumų, pavyzdžiui, dirbti vienoje firmoje arba gyventi kaimynystėje, bet dabar šios taisyklės yra daug laisvesnės. Daugelį kredito sąjungų, skatindami darbuotojus, remia darbdaviai, teikia joms subsidijas, pavyzdžiui, nemokamą rentą. Jos turi naudos ir iš to, kad nėra apmokestinamos federaliniu pajamų mokesčiu. Kai kurie kredito sąjungų tarnautojai jų veiklą remia iš įsitikinimo ir dirba (dalį laiko) be atlyginimo. Dėl visų šių veiksnių mažėja operacinės išlaidos, todėl sąjungos indėlininkams gali mokėti palyginti dideles palūkanas, imdamos palyginti mažas palūkanas iš skolininkų.

Kredito sąjungas registruoja arba federalinė valdžia, arba valstijos. Apie du trečdalius sąjungų registruoja Nacionalinė kredito sąjungų administracija; ji joms ir vadovauja, be to, draudžia federalinės valdžios registruotų (ir

daugelio valstijų registruotų) kredito sąjungų indėlius iki 100 000 dolerių. Kredito sąjungų pagrindiniai aktyvai yra paskolos gyventojams, o kadangi tos paskolos yra trumpalaikės ir jų palūkanų normų rizika nedidelė, kredito sąjungoms nepakenkė palūkanų normų didėjimas.

SANTRAUKA

1. Bankininkystės istorija yra ilga. Jungtinėse Amerikos Valstijose buvo du nacionaliniai bankai, registruoti federalinės vyriausybės; juos panaikinus, atėjo laisvosios bankininkystės laikotarpis. Paskui buvo sukurta Nacionalinė bankininkystės sistema; ji kūrė saugesnius bankus.
2. Bankininkystę griežtai kontroliuoja federalinės arba valstijų registravimo tarnybos, FIDK, o bankus narius — Federaliniai rezervai.
3. Reikalaujama, kad bankai išlaikytų nustatytą kapitalo/aktyvų santykį; tai apsaugo FIDK ir indėlininkus. Kadangi šis santykis pražoka santykį, kurio bankai norėtų, vyksta nuolatiniai konfliktai tarp bankų ir reguliuojančių institucijų. Dabar beveik visi indėliai iki 100 000 dolerių yra apdrausti. 8–9 dešimtmetyje labai padaugėjo bankų bankrotų, kurie palietė ir keletą labai didelių bankų.
4. Čekių kliringas yra atliekamas per vietines kliringo kontoras, Federalinius resursus arba privačias firmas. Telegrafo pervedimai yra atliekami per FRS telegrafo pervedimų arba KKTMS sistemą.
5. Bankai turi plačius korespondentinius ryšius, kuriais smulkūs bankai naudojasi didelių bankų paslaugomis.
6. Paplitusi bankų organizavimo forma yra holdingo bendrovės. Jos leidžia bankui įsiskverbti į kitas pramonės šakas ir taip padidinti kapitalą; kitais būdais bankas šito padaryti negalėtų. Nors bankininkystė yra šaka, turinti daug firmų ir žemą koncentracijos lygį, ir toliau lieka nepakankamos konkurencijos problema. Filialų steigimo suvaržymai bankininkystėje nyksta, nes keičiasi įstatymai, ir bankai randa galimybių įstatymams apeiti.
7. Pastaruoju metu įstatymas uždraudė įvairių formų diskriminaciją teikiant paskolas, pavyzdžiui, atsisakymą teikti paskolas tam tikrose vietose. Be to, reikalaujama, kad skolintojai teiktų skolininkams išsamią informaciją.
8. Taupymo ir paskolų asociacijas registruoja federalinė ir valstijų vyriausybė. Jos labai padeda federalinei vyriausybei, siekiančiai skatinti privačių namų statybą. Ši politika sėkmingai veikė iki 8 dešimtmečio, kai pradėjo smarkiai didėti palūkanų norma. 8 dešimtmetyje taupymo ir paskolų asociacijoms grėsė didžiuliai nuostoliai dėl skolų grąžinimo terminų neatitikimo. Taisyklė *Q* turėjo išspręsti šią problemą, bet davė dar blogesnius rezultatus ir buvo panaikinta.
9. 8 ir 9 dešimtmetyje įvyko daugybė taupymo ir paskolų asociacijų bankrotų. Tie bankrotai buvo tokie dideli, kad sužlugdė dviejų valstijų draudimo sistemas ir privertė likviduoti FTPADK.
10. 1989 metų laidavimo taisyklės padidino kapitalo reikalavimus taupymo ir paskolų asociacijoms, apribojo jų aktyvų pasirinkimą ir sugriežtino kontrolę. Šis laidavimas kainuos didžiules sumas ir bus finansuojamas daugiausia iš mokesčių mokėtojų lėšų.

11. Taupomuosius bankus registruoja federalinė ir valstijų vyriausybė. Jie teikia daugiausia hipotekines paskolas ir, kaip ir taupymo ir paskolų asociacijos, patyrė didelių nuostolių dėl palūkanų normų didėjimo.
12. Kredito sąjungos priima indėlius ir teikia vartotojų paskolas vienaip ar kitaip susijusiems žmonėms. Jas dažnai dotuoja indėlininkų darbdaviai; šiuo metu jos labai išplito.

PAGRINDINIAI TERMINAI

Jungtinių Valstijų bankas	Bank of the United States
taupomosios organizacijos	thrifts
laisvoji bankininkystė	free banking
bankų registracija	bank chartering
nacionaliniai bankai	national banks
valstijų bankai	state banks
bankai nariai	member banks
bankų tikrinimas	bank examination
FIDK	FDIC
pirminis kapitalas	primary capital
antrinis kapitalas	secondary capital
indėlių prisiėmimas	deposit assumption
korespondentiniai bankai	correspondent banks
Bendruomenės reinvestavimo aktas	Community Reinvestment Act
taupymo ir paskolų asociacijos	savings and loan associations
Federalinė vidaus paskolų banko taryba	Federal Home Loan Bank Board
taisyklė *Q*	Regulation *Q*
finansinio tarpininkavimo sumažėjimas	disintermediation
skolų terminų skirtumas	maturity mismatch
FĮRASA	FIRREA
Rezoliucijos įgyvendinimo korporacija	Resolution Trust Corporation
Taupomųjų organizacijų priežiūros tarnyba	Office of Thrift Supervision
Federalinė namų statybos finansavimo taryba	Federal Housing Finance Board
taupomieji bankai	savings banks
kredito sąjungos	credit unions

KLAUSIMAI IR UŽDUOTYS

1. Apžvelkite Jungtinių Amerikos Valstijų bankininkystės istoriją.
2. Paaiškinkite, kaip bankai yra reguliuojami.

3. Kodėl mes reguliuojame banko kapitalą? Iš ko kapitalas susideda?
4. Kritiškai apsvarstykime:
   a) „Bankams turi būti leidžiama patiems nuspręsti, kiek kapitalo nori turėti, o vėliau, jei kapitalo pritruks, jie patirs nuostolius“,
   b) „Kapitalo reikalavimas turi būti padidintas iki 25 procentų“.
5. Kaip FIDK reguliuoja bankų bankrotus?
6. Kokios, jūsų manymu, bankų reguliavimo problemos šiuo metu yra aktualiausios? (Straipsnių apie šiuolaikines bankininkystės problemas galima rasti periodiniuose leidiniuose „Business Week“, „American Banker“, „Wall Street Journal“.)
7. Apibūdinkite:
   a) korespondentinius bankus,
   b) holdingo bendroves,
   c) kredito sąjungas.
8. Aptarkite problemas, atsiradusias dėl taisyklės *Q*.
9. Kas lėmė daugybę taupymo ir paskolų įstaigų bankrotų?

LITERATŪRA

Barbara Bennett. Bank Regulation and Deposit Insurance: Controlling the FDIC's Losses. Federal Reserve Bank of San Francisco. — Economic Review, 1984, pavasaris, p. 16–30. Trumpa, bet nuodugni diskusija.

George Benston ir kt. Safe and Sound Banking. Cambridge, Mass., MIT Press, 1986. Naudinga studija, ją rėmė Amerikos bankininkų asociacija.

R. Dan Brumbaugh. Thrifts Under Siege. Cambridge, Mass., Ballinger Publishing Co., 1988. 2 ir 3 skyriai pateikia puikią diskusiją apie taupymo ir paskolų įstaigų krizę.

Federal Reserve Bank of Chicago. Bank Structure and Competition. Chicago, Ill., Federal Reserve Bank of Chicago. Ši kasmet išeinanti knyga aprašo metines konferencijas bankininkystės klausimais.

Benjamin Kleberner. Commercial Banking in the United States. Hinsdale, Ill., Dryden Press, 1974. Glaustas ir naudingas šaltinis.

Arthur Rolnick, Warren Weber. Free Banking Wildcat Banking and Shinplaster, Federal Reserve Bank of Minneapolis. — Quarterly Review, 1982, ruduo, p. 10–19. Diskusija apie laisvąją bankininkystę.

Donald Savage. Interstate Banking Developments. — Federal Reserve Bulletin. 73 (1987, vasaris). Naudingas glaustas pasakojimas.

James Wilcox, Frederick Mishkin. Current Readings on Money, Banking and Financial Markets. Boston, Little, Brown and Company, 1987. 2 dalyje yra naudingų straipsnių apie indėlių įstaigas.

6
SKYRIUS

Indėlių įstaigų vidaus organizacija

Ankstesniajame skyriuje aprašytas principas, pagal kurį yra organizuojamos indėlių įstaigos, kaip šaka. Šiame skyriuje aptarsime, kaip šios šakos firmos dirba maksimizuodamos pelną. Tai bus tik labai bendro pobūdžio aptarimas, nes indėlių įstaigos labai skiriasi dydžiu, taigi ir veiklos rūšimis. Net bankai yra labai skirtingi. Maždaug trečdalis visų apdraustų bankų turi mažesnius negu 25 milijonai dolerių aktyvus, o trisdešimt trijų bankų aktyvai prašoka 100 milijardų dolerių. Daugelis bankų neturi filialų, o Amerikos bankas vienu metu jų turėjo daugiau kaip tūkstantį.

Visoms indėlių įstaigoms bendra yra tai, kad jos skolinasi leisdamos savo skolų įsipareigojimus ir tuo būdu įgytas lėšas naudoja kitoms paskoloms teikti. Tai, ką jūs ar aš laikome indėliu, šios įstaigos vertina kaip savo skolą; ta skola atsispindi indėlių įstaigų balanso pasyve. Ir atvirkščiai, tai, ką jūs ir aš laikome paskola, gauta iš indėlių įstaigos, jos laiko suteikta paskola; tos paskolos yra vaizduojamos indėlių įstaigų balanso aktyve. Todėl žiūrint į balansą, galima analizuoti indėlių įstaigos veiklą. Mes taip ir darysime — iš pradžių panagrinėsime bankų balansus, o paskui trumpai žvilgtelėsime į įvairių taupomųjų organizacijų balansus.

BANKO BALANSAS

6.1 lentelė rodo bankininkystės balansą. Kaip ir bet kuris balansas, jis yra padalytas į aktyvus vienoje pusėje ir pasyvus — kitoje. Aktyvai yra viskas nuo grynųjų pinigų banko saugyklose iki banko suteiktų paskolų. Pasyvai apima įvairias priemones, kuriomis bankas didina savo lėšas — nuo indėlių surinkimo iki lėšų skolinimosi. Pradėdami nuo pasyvų, dabar aptarsime pagrindinius aktyvų ir pasyvų elementus, išvardytus 6.1 lentelėje.

6.1 lentelė. Komercinių bankų aktyvai ir pasyvai. 1988 m. gruodis

Aktyvai	%	Pasyvai	%
Bendrieji grynųjų pinigų aktyvai:	8,0	Indėliai:	70,6
grynieji pinigai kasoje (saugyklose)	1,0	sandėrių indėliai	21,1
rezervai federaliniuose rezervų bankuose	1,1	taupomieji ir terminuotieji indėliai	49,5
indėliai iki pareikalavimo JAV indėlių įstaigose	1,1	skolinimasis	15,5
renkamieji grynieji pinigai	3,0	kiti pasyvai	7,5
kiti grynųjų pinigų aktyvai	1,8	Kapitalas (aktyvai minus pasyvai)	6,3
Vertybiniai popieriai	18,1	IŠ VISO PASYVŲ IR KAPITALO	100,0
JAV vyriausybės	11,4		
kiti	6,7		
Paskolos	67,1		
tarpbankinės	5,4		
komercinės ir pramoninės	20,0		
nekilnojamajam turtui	22,0		
paskolos asmenims	11,9		
visos kitos paskolos	7,8		
Kiti aktyvai	6,6		
IŠ VISO AKTYVŲ	100,0		

Šaltinis: Federal Reserve Bulletin, 1989, birželis, p. A18.

BANKO PASYVAI

Sandėrių indėliai

Pirmutinė pozicija pasyvų pusėje yra **sandėrių indėliai**. Sandėrių indėlis paprasčiausiai yra sąskaita, iš kurios jūs galite išrašyti čekį. Tokios sąskaitos vadinamos čekiniais indėliais; jos būna kelių rūšių. Pirma, indėliai iki pareikalavimo, už kuriuos bankui neleidžiama mokėti palūkanų. Tačiau, kaip dažnai būna, įstatymas nėra pakankamas barjeras, kad apsaugotų nuo ekonomikos spaudimo. Kadangi bankai negali mokėti aiškių palūkanų, t. y. palūkanų, išreikštų pinigais, jie moka numanomas palūkanas, teikdami paslaugas. Daugelio bankų duomenys tą aiškiai rodo; numatydami tam tikras palūkanas savo verslo indėlininkams, jie vėliau suteikia jiems kokias nors nemokamas paslaugas, pavyzdžiui, sudaro algalapius, perka užsienio valiutą

ir pan. Be to, bankas dažnai už savo paskolas ima mažesnes palūkanas iš tų firmų, kurios laiko tame banke didelius indėlius iki pareikalavimo.

Antroji pozicija yra **PP**[1] **sąskaitos**, kurios iš tikrųjų yra čekinės sąskaitos, duodančios palūkanas. Trečioji pozicija yra **pinigų rinkos indėlių sąskaitos**, duodančios didesnes palūkanas nei *PP* sąskaitos; mat skirtingai nuo *PP* sąskaitų, bankai neprivalo laikyti rezervų joms atsverti. Žinoma, yra tam tikrų apribojimų dėl čekių, rašomų iš pinigų rinkos sąskaitų, skaičiaus. Korporacijoms neleidžiama turėti tokių sąskaitų; jos privalo savo čekinius indėlius laikyti kaip indėlius iki pareikalavimo.

Santaupos ir kiti terminuotieji indėliai

Viena iš **taupomųjų indėlių** formų yra einamosios sąskaitos knygelė. Bet santaupos gali būti laikomos ir pagal rašytinį indėlininko ir banko susitarimą, ne tik einamosios sąskaitos knygelėje. Kita rūšis — indėlių sertifikatai — yra taikomi tam tikrai sumai. Nors gyventojai ir gali paimti pinigus iš sąskaitos pagal indėlių sertifikatą iki nustatytos mokėjimo datos, bet tuo atveju kai kurioms sąskaitoms Federalinės rezervų sistemos taisyklės yra numačiusios palūkanų baudas. Tokios baudos taikomos ir einamosios sąskaitos knygelėms, turinčioms nustatytą terminą, o kitoms einamosios sąskaitos knygelėms — netaikomos.

Didieji indėlininkai gali įsigyti perleidžiamųjų indėlių sertifikatų, kuriuos leidžia tik palyginti gerai žinomi bankai. Jie yra perleidžiamieji, o tai reiškia, kad kas nors, įsigijęs tokį sertifikatą, gali pareikalauti savo lėšų dar nesuėjus mokėjimo terminui, parduodamas indėlių sertifikatą pinigų rinkoje. Tada, suėjus terminui, bankas sumoka pinigus naujajam sertifikato pirkėjui. Tokius perleidžiamuosius indėlių sertifikatus perka daugiausia verslininkai ir vyriausybės įstaigos, nes mažiausias jų nominalas yra 100 000, o paprastai — milijonas dolerių ir daugiau. Tai labai likvidūs aktyvai, nes jų rinka labai aktyvi. Perleidžiamųjų indėlių sertifikatų terminas paprastai yra metai arba mažiau; dažnai jie leidžiami taip, kaip patogiau tam tikram pirkėjui.

Skolinimasis, kiti pasyvai ir kapitalas

Be priimtų indėlių, bankai turi ir kitų pasyvų. Vienas iš jų yra pirkti **federaliniai fondai**. Federaliniai fondai nėra lėšos, priklausančios federalinei vyriausybei, kaip gali atrodyti iš pavadinimo. Tai yra indėliai, laikomi Fe-

[1] Tai termino *perleidžiamasis pavedimas* santrumpa (angl. *NOW* — negotiable order of withdrawal). Šį pinigų paėmimo būdą sukūrė Masačūsetso taupomieji bankai, norėdami apeiti draudimą mokėti palūkanas už indėlius iki pareikalavimo. Jie negalėjo leisti savo indėlininkams išrašinėti čekių iš savo palūkanas duodančių taupomųjų sąskaitų, bet leido rašyti perleidžiamuosius pavedimus, kurie veikė lygiai taip pat, kaip pinigų paėmimo čekiai.

deraliniuose rezervuose. Jais tarpusavyje prekiauja bankai ir kai kurios kitos institucijos, tokios, kaip taupymo ir paskolų asociacijos, vyriausybės vertybinių popierių dyleriai ir vyriausybinės agentūros. Būdinga, kad jie pervedami iš karto, t. y. FRS kredituoja gaunantįjį banką tą pačią dieną. Skolinantis bankas informuoja FRS ir nurodo pervesti tam tikrus savo rezervus į gaunančiojo banko sąskaitą. Žinoma, federaliniai fondai gali būti ir kitokių formų: pavyzdžiui, korespondentinis miesto bankas gali skolintis iš jame deponuotų šalies bankų korespondentinių sąskaitų likučių. Bet pagrindinė federalinių fondų dalis susideda iš rezervų sąskaitų, kurias indėlių įstaigos turi federalinėje rezervų sistemoje.

Federalinių fondų rinka yra didelė, ir bankai ja naudojasi ne tik norėdami įsigyti lėšų savo privalomiesiems rezervams patenkinti, bet ir lėšų papildomai skolinti. Tuo daugiausia naudojasi didieji bankai, kurie dažnai skolinasi daugiau, negu reikia privalomiesiems rezervams. Dauguma paskolų suteikiama vienai dienai; taip bankai gali greitai įsigyti daugiau rezervų arba skolinti perteklines lėšas. Į šią rinką per savo korespondentinius bankus, paprastai kaip skolintojai, įeina daug smulkių bankų. Jiems tai yra patogus būdas gauti palūkanų už lėšas, kurios kitu atveju būtų laikomos pertekliniais rezervais. Didelė dauguma bankų šioje rinkoje veikia aktyviai. Kadangi iš tikrųjų tai yra paskolų rinka, pinigų rinkos kalba tokios operacijos vadinamos pirkimu arba pardavimu. Parduodančiojo banko imama palūkanų norma vadinama **federalinių fondų palūkanų norma**.

Kita aktyvų rūšis banko balanse yra vertybiniai popieriai, parduoti pagal **atpirkimo sutartis**. Atpirkimo sutartys, angliškai dar sutrumpintai vadinamos *repo* arba RP, daromos taip: bankas kam nors parduoda vertybinį popierių ir sudaro sutartį atpirkti jį tam tikrą dieną iš anksto nustatyta kaina. Iš tikrųjų atpirkimo sutartis yra paskola, kurią bankas gauna laikotarpiui iki vertybinio popieriaus atpirkimo. Taigi tai yra banko skolų įsipareigojimas (pasyvas). Tokios atpirkimo sutartys faktiškai gali būti naudojamos palūkanoms mokėti už indėlius iki pareikalavimo. Bankas sudaro sutartį su korporacija klientu, kad prieš dienos pabaigą, kai bus atliktas visų čekių kliringas, jis parduoda korporacijos vertybinį popierių už lėšas savo indėlyje iki pareikalavimo, sudarydamas sutartį atpirkti vertybinį popierių kitą rytą. Korporacija taip gauna lėšų, kad galėtų apmokėti ateinančius čekius. Be to, ji gauna vienos dienos palūkanas už savo lėšų naktinį paskolinimą. Bankui būtų patogiau neteikti tokių naktinių atpirkimo sutarčių ir nemokėti palūkanų. Bet tas palūkanas mokėti verčia bankų konkurencija.

Kitas pasyvo straipsnis yra neapmokėti akceptuoti vekseliai. Vekselių akceptavimas yra atsiradęs gana sudėtingai. Firma, parduodama kitai firmai skolon, gali neturėti pakankamai informacijos apie pirkėją, kad, priimdama pasižadėjimą sumokėti, būtų pakankamai saugi. Taip dažniausiai būna su užsienio klientu; iš dalies tai lemia tas, kad užsienio teisme yra sunkiau bylinėtis, negu savo šalies teisme. Pardavėjas nėra linkęs priimti pirkėjo vekselį AJS, bet jis sutiks priimti kliento banko vekselį. Taip susidarė fi-

nansinė operacija, kuri remiasi **banko akceptuotu vekseliu**. Kad tai geriau suprastume, grįžkime atgal ir pažvelkime į sandėrį nedalyvaujant bankui. Pardavėjas išrašo mokestinį reikalavimą tam tikrą dieną išmokėti nustatytą sumą pinigų ir perleidžia prekių nuosavybę tada, kai pirkėjas akceptuoja, t. y. patvirtina mokestinį reikalavimą, užrašydamas ant jo *akceptuota*. Tai yra prekybinis vekselis, ir jis teisiškai galioja. Kitu atveju pirkėjas gali sudaryti su savo banku sutartį, leidžiančią pardavėjui išrašyti mokestinį reikalavimą ne pirkėjo, o jo banko vardu. Bankas užrašo ant šio mokestinio reikalavimo *akceptuota*, ir tai tampa bankininko akceptuotu vekseliu. Nuo to laiko bankas yra įsipareigojęs jį apmokėti, todėl banko balanse tai žymima kaip pasyvas. Bet bankas tikisi, kad pirkėjas jam sumokės iki tos datos, kada bankas turi apmokėti akceptuotą dokumentą. Bankas skolina pirkėjui ne lėšas, o savo reputaciją, už tai imdamas paprastai nedidelį mokestį. Pardavėjas, gaunantis bankininko akceptuotą vekselį, neprivalo laukti iki mokėjimo datos, bet gali jį parduoti (diskontuodamas nominalinę vertę) pinigų rinkoje.

Paskutinis straipsnis pasyvų pusėje yra **kapitalo sąskaita**. Kaip matyti iš apibrėžimo, kapitalo sąskaita subalansuoja aktyvus ir pasyvus; ji apskaičiuojama sumuojant aktyvus ir atimant kitiems duotus skolų įsipareigojimus, t. y. pasyvus. Kapitalas yra pasyvas tik žiūrint iš sąskaitybos pozicijų, nes jis atspindi banko vertę, o ne banko turimą skolą.

BANKO AKTYVAI

Pirminiai rezervai

Pirmosios trys aktyvų rūšys, išdėstytos kairiojoje 6.1 lentelėje pavaizduoto balanso pusėje, yra pirminiai rezervai. Tai yra valiuta ir monetos, laikomos banko kasoje (saugyklose), rezervai, laikomi FRS, ir indėliai iki pareikalavimo, laikomi kituose, t. y. korespondentiniuose bankuose. Šie trys straipsniai sudaro pirmąją gynybos nuo indėlių arba valiutos nutekėjimo liniją.

Faktiškai visos institucijos (išskyrus pačius mažiausius bankus), turinčios sandėrių sąskaitų, privalo laikyti rezervus joms apsaugoti. Kokie buvo privalomųjų rezervų reikalavimai 1988 metų gruodžio mėnesį, parodyta 6.2 lentelėje. Mažesnių indėlių įstaigų rezervų reikalavimai yra mažesni iš dalies dėl to, kad jos turėtų galimybę konkuruoti su didesnėmis įstaigomis. FRS yra įgaliota tam tikru mastu keisti rezervų reikalavimus. Tačiau jeigu FRS, siekdama kontroliuoti pinigų kiekį, pakeistų rezervų reikalavimus, būtų labai neįprasta. Rezervų reikalavimai yra daug mažesni neasmeniniams, tai yra korporacijų, ūkinių bendrijų arba pelno nesiekiančių

6.2 lentelė. Privalomųjų rezervų reikalavimai. 1988 m. gruodis

	Pradinė norma (%)	Intervalas, kuriame FRS gali keisti reikalavimus[a] (%)
Paprastieji rezervai:		
sandėrių sąskaitos už indėlius		
mažesnius nei 31,7 milijono dolerių[b]	3	–[c]
31,7 milijono dolerių ir daugiau[b]	12	8–14
neasmeniniai terminuotieji indėliai	3[d]	0–9
Papildomieji rezervai[e]	0	0–4

Pastaba: Pirmieji 3,4 milijono dolerių rezervais išlyginamų pasyvų yra atleidžiami nuo rezervų reikalavimų. Ši suma didinama kiekvienais metais 80 procentų nuo bendrųjų pasyvų, kuriems reikalaujama turėti rezervus, padidėjimo.

[a] Ypatingomis sąlygomis FRS gali 180 dienų nustatyti rezervų reikalavimus, prašokančius šį intervalą.
[b] 41,5 milijono dolerių persilaužimo taškas bus didinamas kiekvienais metais, kad atspindėtų 80 procentų bendros sandėrių sąskaitos padidėjimo per metus.
[c] FRS negali keisti šio reikalavimo, išskyrus tai, kas paminėta *a* pastaboje.
[d] Terminuotiesiems indėliams, kurių grąžinimo terminas trumpesnis negu pusantrų metų.
[e] Šiam rezervui įvesti reikia penkių valdytojų pritarimo.

institucijų terminuotiesiems indėliams negu sandėrių sąskaitoms[2]. Asmenų terminuotiesiems indėliams visai nėra privalomųjų rezervų reikalavimų.

Bankai FRS nariai privalo laikyti savo rezervus grynaisiais pinigais kasoje (saugyklose) arba rezervais, laikomais Federalinėje rezervų sistemoje. Kitos institucijos gali juos laikyti kaip indėlius bankuose FRS nariuose (arba tam tikrose vyriausybinėse agentūrose), kurie vėliau perveda juos į FRS. Privalomieji rezervai neturi visą laiką atitikti nuolat apskaičiuojamo dydžio, — jie yra dviejų savaičių vidurkis[3].

Taigi bankai gali laikyti mažesnius rezervus, sakysim, 10 dienų, o paskui papildyti juos ir likusias keturias dienas laikyti didesnius rezervus[4].

FRS už laikomus rezervus palūkanų nemoka. Kitas gali manyti, kad privalomieji rezervai yra sugalvoti tik tam, kad sudarytų vyriausybei sąlygas

[2] Neasmeniniams terminuotiesiems indėliams su 18 mėnesių ir ilgesniu išmokėjimo laikotarpiu netaikomi rezervų reikalavimai.

[3] Bankai gali turėti ne daugiau kaip 2 procentų privalomųjų rezervų trūkumą per atitinkamą laikotarpį ir gali tenkinti privalomųjų rezervų reikalavimus, jeigu ankstesniame laikotarpyje turėjo 2 procentų rezervų perteklių.

[4] Kadangi dvi savaitės, per kurias indėliai yra skaičiuojami, baigiasi pirmadienį, o dvi savaitės, per kurias korespondentiniai rezervai yra skaičiuojami, baigiasi ateinantį trečiadienį, yra numatytas dviejų dienų atsilikimas ir rezervams už sandėrių indėlius. (Rezervams kitiems indėliams atsverti žymėjimo laikotarpis yra dvi savaitės.)

gauti beprocentes paskolas. Šia prasme jie yra kaip mokestis. Tarkime, kad palūkanų norma yra 10 procentų, o bankas turi laikyti 12 procentų privalomųjų rezervų. Vadinasi, kiekvienas indėlyje laikomas doleris per metus negauna 1,2 cento (12 centų × 10 procentų) palūkanų pajamų, kurios būtų buvusios gautos, jeigu privalomuosiuose rezervuose laikomos lėšos būtų buvusios paskolintos. Bet pagrindinė rezervų reikalavimų įvedimo priežastis nėra siekimas padidinti mokesčių pajamas. Tai nėra ir siekimas apsaugoti indėlininkų lėšas — tą funkciją atlieka indėlių draudimas ir bankų kontrolė, bandanti garantuoti visų banko aktyvų saugumą. Be to, rezervų reikalavimai leidžia FRS geriau kontroliuoti pinigų kiekį; tai mes aptarsime 22 skyriuje.

Suprantama, grynieji pinigai banko kasoje, rezervai FRS ir tarpbankiniai indėliai yra labai likvidūs. Kitas labai likvidus balanso straipsnis yra renkamieji grynieji pinigai. Jie susideda iš čekių ir kitų panašių formų aktyvų, deponuotų banke ir banko išsiųstų kliringui.

Kapitalo atskyrimas nuo rezervų

Nors bankai privalo turėti ir kapitalą, ir rezervus, tie dalykai yra labai skirtingi. Kapitalas yra banko savininkų įnašai. Tai yra įrašas balanso pasyvų pusėje, kuris negali būti tapatinamas nei su vienu iš įrašų balanso aktyvų pusėje. Bankas naudojasi visomis prieinamomis lėšomis, ar tai būtų akcininkų kapitalas, ar indėlininkų įnašai įvairiems aktyvams pirkti. Jis neinvestuoja viso savo kapitalo į vieną aktyvą, o savo indėlių — į kitą. Atvirkščiai, rezervai yra specifiniai banko laikomi aktyvai; pavyzdžiui, pirminiai rezervai yra valiuta, laikoma banke, indėliai — Federalinėje rezervų sistemoje ir indėliai kituose bankuose.

Kapitalas ir rezervai atlieka skirtingas funkcijas. Kapitalas veikia kaip apsauga nuo nuostolių, sauganti FIDK ir didžiuosius indėlininkus nuo pavojaus, kad bankas taps nemokus. Teisiškai privalomieji rezervai pirmiausia yra skiriami bankų sistemos sukuriamų indėlių (taigi ir pinigų) kiekio kontrolei.

Vertybiniai popieriai ir paskolos

Be pirminių rezervų, didžiąją dalį banko aktyvų sudaro išduotos paskolos ir turimi vertybiniai popieriai. Šie du straipsniai vadinami **pajamas teikiančiais aktyvais**, nes jie bankui duoda pajamų. Dalis šių pajamas teikiančių aktyvų sudaro **antrinius rezervus**. Tai yra ne taip likvidūs ir saugūs, kaip pirminiai rezervai, aktyvai, bet jų likvidumas yra pakankamai di-

delis. Jie sudaro antrą banko gynybos liniją tam atvejui, jeigu pirminiai rezervai būtų neefektyvūs. Kitaip negu pirminiai rezervai, jie duoda nemažas pajamas, nors jų duodamas pelnas paprastai yra mažesnis negu ne taip likvidžių ir ne taip saugių aktyvų.

Banko balanse neįmanoma atskirti antrinių rezervų, nes juos sudarantys straipsniai yra klasifikuojami kartu su kitais. Viena iš antrinių rezervų pozicijų yra trumpalaikiai vyriausybės vertybiniai popieriai. Kitos pozicijos — bankininkų akceptuoti vekseliai, komerciniai vertybiniai popieriai bei paskolos iki pareikalavimo (paskolos daugiausia brokeriams ir vertybinių popierų dyleriams, kurias grąžinti bankas gali pareikalauti per dieną).

Bankai į paskolas neįdeda visų savo galimų lėšų, išskyrus pirminius ir antrinius rezervus; be to, jie laiko tvirtų pajamų vertybinius popierius, išleistus daugiausia federalinės arba valstijų ir vietinės valdžios. Federaliniai vertybiniai popieriai bankams sudaro aktyvus, neturinčius įsipareigojimų nevykdymo rizikos ir turinčius labai plačią rinką, taigi jie yra likvidesni negu kiti tokio pat termino vertybiniai popieriai. Valstijų ir vietinės valdžios išleisti vertybiniai popieriai duoda pajamų, kurios neapmokestinamos federaliniu mokesčiu, o vietinės valdžios išleistų vertybinių popierių pirkimas padeda bankui toje teritorijoje įsigyti vyriausybinių indėlių. Tačiau valstijų ir vietinės valdžios, kaip ir federaliniai, vertybiniai popieriai turi palūkanų normų riziką.

Per paskolas užsimezga asmeniniai santykiai tarp bankininko ir skolininko. Tie santykiai labai skiriasi nuo vertybinių popierių pirkimo santykių; mat vertybinius popierius bankas paprastai perka iš dylerio atvirojoje rinkoje ir paties skolininko nepažįsta. Be to, vertybinį popierių bankas gali vėl parduoti atvirojoje rinkoje, o parduoti paskolą yra žymiai mažiau galimybių; paprastai, nors ir ne visada, ji laikoma iki grąžinimo termino. Banko paskolos, tik ne tarpbankinės paskolos, priskiriamos vienai iš šių keturių kategorijų: verslo paskolos, nekilnojamojo turto paskolos, vartojimo paskolos ir užsienio paskolos.

Verslo paskolos. Teikdami paskolas prekybai ir pramonei, bankai turi didelį santykinį pranašumą. Ne didžiųjų didmeninių, bet mažmeninių bankų paskolų dauguma yra paskolos, suteiktos gana smulkiems vietiniams skolininkams. Tokios paskolos prašymas turi būti kieno nors, pavyzdžiui, vietinio bankininko, įvertintas. Tai duoda didelį pranašumą bankams, palyginti su toli esančiais dideliais skolintojais, pavyzdžiui, draudimo bendrovėmis. Palyginkime banko ir draudimo bendrovės padėtį teikiant paskolą vietinei bakalėjos parduotuvei ir perkant korporacijos obligaciją. Bankas daug geriau pažįsta vietinę bakalėjos parduotuvę negu toliau esanti draudimo bendrovė, todėl žymiai lengviau gali spręsti, teikti paskolą jai ar ne. Ir atvirkščiai, draudimo bendrovė, turėdama daug vertybinius popierius vertinančių darbuotojų, gali priimti moksliškai labiau pagrįstą sprendimą dėl korporacijų obligacijų pirkimo negu eilinis bankas.

Svarbus banko verslo paskolų teikimo bruožas yra **kredito normavimas**. Bankas, kitaip negu kitos firmos, neteikia tiek savo produktų — paskolų, už kiek klientas galėtų mokėti. Vaisių parduotuvė būtų laiminga, jeigu galėtų pateikti pirkėjui, sakykim, dešimt kartų daugiau, negu jis paprastai perka, o bankas paprastai neskolins dešimt kartų tiek, kiek skolininkas anksčiau skolindavosi. Bankas neskolina ir kiekvienam, kas prašo paskolos; neskolina net ir tuo atveju, jei klientas žada mokėti pakankamai dideles palūkanas, kurios atlygintų paskolos rizikingumą. Bankai normuoja paskolas atsisakydami teikti jas vieniems ir ribodami paskolos dydį kitiems. Kodėl bankai, skirtingai nuo kitų pardavėjų, riboja savo produktų (paskolų) teikimą kiekvienam klientui? Ogi todėl, kad bankai prisiima riziką. Bankas perduoda savo lėšas ir negali būti tikras, kad jos bus grąžintos.

Kredito normavimas turi ir gynėjų, ir kritikų. Gynėjai tvirtina, kad bankininkas, vertindamas paskolos prašymą, pervertina firmos veiklos galimybes. Kruopščiai bankininko atliktas paskolos prašymų įvertinimas, kuriuo remiantis paskola vieniems suteikiama, kitiems ne, potencialiam skolininkui daro daugiau ar mažiau objektyvaus pašaliečio paslaugą. Antra vertus, kredito normavimo kritikai teigia, kad normavimas leidžia bankams teikti pranašumus didiesiems indėlininkams, skriaudžiant kitus skolininkus. Be to, jie tvirtina, kad tai suteikia bankininkams, ypač mažuose miestuose, didžiulę sprendžiamąją galią, kuri, parduodant banko paslaugas, gali būti panaudota kaip spaudimo priemonė.

Vienas iš svarbių kredito normavimo veiksnių yra dalykiniai ryšiai tarp bankininko ir verslo skolininko. Dauguma banko teikiamų verslo paskolų duodama ankstesniems skolininkams; tai yra pasikartojanti veikla. Firmos užmezga dalykinius ryšius su tam tikru banku (arba, jeigu firma didelė, su keliais bankais) ir, jeigu tai patenkina abi puses, vėliau firma vėl skolinasi iš to banko, vėl laiko jame savo indėlius. Tokie santykiai yra ne vien tik skolininko ir skolintojo santykiai. Firma naudojasi ir kitomis banko paslaugomis, tokiomis kaip užsienio valiutos keitimas, algalapių sudarymas ir kt. Tos paslaugos dažnai būna pelningos ir bankui svarbios. Didelės firmos pirmiausia užmezga ryšius su didžiaisiais ir vidutinio didumo bankais ne tik todėl, kad tokie bankai gali teikti papildomų paslaugų, bet ir todėl, kad nacionaliniams bankams (daugelyje valstijų ir valstijų bankams) leidžiama (su tam tikromis išimtimis) skolinti bet kuriam skolininkui sumą, ne didesnę kaip 15–25 procentai banko kapitalo (tai priklauso nuo paskolos rūšies).

Tokie santykiai reiškia, kad bankas įsipareigoja rūpintis pagrįstais esamų klientų kredito poreikiais. Taigi paskolas teikiantis bankas nėra visiškai laisvas agentas; jis turi tenkinti pamatuotus savo kliento reikalavimus. Dėl to jam gali tekti atstumti naujus potencialius klientus; atsisakyti gali tekti net tuo atveju, kai tie naujieji klientai ketina mokėti didesnes palūkanas negu senieji. Panašiai bankas gali būti priverstas normuoti paskolas esamiesiems klientams, užuot iš viso atsisakęs kai kurių iš jų. Arba gali tekti parduoti kai kuriuos savo vertybinius popierius, arba, prisireikus dau-

giau lėšų papildomoms paskoloms, padidinti indėlių palūkanų normas. Tokie veiksmai tuo metu bankui gali brangiai kainuoti, bet jie yra būtini norint maksimizuoti ilgo laikotarpio pelną.

Stabilūs bankų ryšiai teikia didžiausią naudą — informaciją. Ilgus metus bendraudamas, bankas sužino apie savo klientus labai daug. Jei klientai dažnai keistų bankus, ši informacija taptų bevertė jų senajam bankui, o naujajam bankui reikėtų eikvoti lėšas norint vėl surinkti tokią informaciją.

Banko teikiamų paskolų grąžinimo terminai yra labai įvairūs. Bankai teikia daugybę **vidutinės trukmės paskolų**, tai yra paskolų, kurių grąžinimo terminas paprastai būna nuo vienerių iki penkerių metų, o kai kada ir ilgesnis. Skolininkas gali naudoti tokias vidutinės trukmės paskolas investicijoms į pagrindinį kapitalą finansuoti. Dažnai, kaip ir vartojimo paskolos, jos **grąžinamos dalimis**. Teikdamas vidutinės trukmės paskolas, bankas, siekdamas apsisaugoti, gali taikyti skolininkui tam tikrus suvaržymus, pavyzdžiui, riboti galimo įsiskolinimo dydį.

Kitas būdas, kuriuo bankai kartais tenkina klientų ilgalaikio kapitalo poreikius, yra gamybos įrengimų pirkimas ir jų nuomojimas klientui. Taigi bankai valdo laivus, lėktuvus ir net karves. Nuomodamas įrengimus, bankas gauna mokesčių pajamų iš sparčios amortizacijos. O jeigu yra laikomasi tam tikrų sąlygų, nuomininkas turi naudos iš to, kad jo balanse neatsispindi skola, kuri matytųsi, jeigu jis lėšas tiems įrengimams pirkti būtų skolinęsis tiesiai iš banko.

Vietoj vidutinės trukmės paskolos skolininkas dažnai gali gauti trumpalaikę paskolą. Vienas iš būdų yra **kreditų limitas**. Tai yra susitarimas, pagal kurį bankas sutinka suteikti firmai paskolų beveik tokią sumą, kokios jai reikia. Kreditų limitai paprastai nustatomi laikotarpiui iki metų. Duodamas firmai kreditų limitą, bankas daugiau ar mažiau įsipareigoja teikti paskolas, kol firmos padėtis to reikalauja. Bankas dažnai ima mokestį už nepanaudoto kredito limito sumą kartu su palūkanomis už paskolos sumą, kuri jau panaudota. Kitas būdas firmai skolintis yra sutartis gauti automatiškai atnaujinamą kreditą, pagal kurią firma gali skolintis iki tam tikros sumos ir vėliau grąžinti panaudotą sumą nemokėdama baudos kaip kredito limito atveju už neįsisavintą dalį. Be to, firma gali gauti oficialų banko įsipareigojimą suteikti paskolą ateityje. Už tai ji dažnai turi mokėti nedidelį mokestį. Kaip rodo 6.3 lentelė, 1988 metų lapkričio mėnesį 75 procentai doleriais suteiktų verslo paskolų buvo sudaryta pagal tokius įsipareigojimus, kaip kreditų limitas arba atnaujinamasis kreditas.

Bankas dažnai reikalauja iš kredito limitą turinčių ir kitų jo neturinčių verslo skolininkų, kad jie laikytų šiame banke **kompensacinį, arba paramos, likutį.** Tai reiškia, kad firma privalo turėti, tarkime, 10 procentų kredito limito sumos, arba pagal kitus susitarimus, tarkime, 15 procentų negrąžintos skolos indėlį iki pareikalavimo. Kompensaciniai likučiai per kredito limito veikimo laikotarpį gali būti sudaromi kaip vidutiniai likučiai arba, rečiau, kaip mažiausi likučiai. Reikalavimas sudaryti kompensacinį li-

kutį nėra teisinė sąlyga, bet jei skolininkas jo nesilaiko, bankas gali atsisakyti teikti paskolas ateityje arba imti didesnes palūkanas už bet kurias kitas paskolas. Įvairių bankų reikalavimai dėl kompensacinių likučių yra labai įvairūs. Kai kuriems bankams tai yra tvirta politika, o kiti potencialaus skolininko indėlį vertina tik kaip vieną iš veiksnių, lemiančių paskolos suteikimą.

Kompensacinių likučių reikalavimas padidina faktinę palūkanų normą. Sakykime, bankas suteikia 100 000 dolerių paskolą už 8 procentų palūkanas, reikalaudamas 10 procentų minimalaus kompensacinio likučio. Tokiu atveju skolininkas gali naudoti tik 90 000 dolerių, o 8 procentus palūkanų jis moka už visą 100 000 dolerių sumą, t. y. 8000 dolerių, o tai sudaro 8,9 procento nuo iš tikrųjų naudojamos 90 000 dolerių sumos. Žinoma, dažnai skolininkas gauna atpildą: kompensacinis likutis gali būti panaudojamas tuo atveju, jei firmos finansinė padėtis tikrai pablogėja. Be kompensacinio likučio, daug firmų (ypač mažų ir vidutinių) yra sudariusios beprocenčius paslaugų likučius, skirtus atsilyginti bankui už tam tikras paslaugas, pavyzdžiui, už algalapių sudarymą.

Kitas dažnai skolininkams taikomas reikalavimas yra reikalavimas už paskolą pateikti bankui papildomą užstatą, kad tuo atveju, jei paskola nebūtų grąžinta, jį būtų galima parduoti ir atgauti pinigus. Užstatas gali būti vertybiniai popieriai, atsargos ir kitas turtas, dažnai, nors ne visada, didesnės vertės negu paskolos suma. Tai apsaugo bankus tuo atveju, jei užstato rinkos kaina sumažėja.

Už paskolas banko imamų palūkanų normos, žinoma, kinta pagal vyraujančias palūkanų normas, nors kiek vėluodamos. 6.3 lentelė pateikia palūkanų normas už paskolas 1988 metų lapkričio mėnesį. Ji rodo, kad kuo didesnė paskola, tuo mažesnės palūkanos. Tai nieko nuostabaus, nes palūkanų norma turi padengti bankui paskolos suteikimo išlaidas, o 10 milijonų dolerių paskolos suteikimo išlaidos nėra tūkstantį kartų didesnės nei 10 000 dolerių paskolos. Tačiau tai nereiškia, kad skolininkas, gaunantis nedidelę paskolą, gali sumažinti palūkanas, imdamas didelę paskolą. Kaip tik atvirkščiai, — jei paskola iš viso bus suteikta, palūkanų norma bus didesnė, nes didelė paskola mažai firmai yra rizikingesnė.

Daug paskolų yra suteikiama su **pirmine palūkanų norma**. Kiekvienas bankas yra nusistatęs palūkanų normą už dideles paskolas savo geriausiems klientams. Pirminės įvairių bankų palūkanų normos yra panašios. Paprastai kai didelis bankas pakeičia savo pirminę palūkanų normą, kiti bankai jas irgi keičia. Kai kurie bankai pirminę palūkanų normą nustato pagal formulę, sudaromą pagal lėšų įsigijimo išlaidas, kiti bankai tą normą nusistato tokią pat, kaip ir didžiųjų bankų.

Kadangi tik stipri firma gali skolintis už pirminę palūkanų normą, pelnyti tokią pirminę normą yra svarbus laimėjimas. Žinoma, kartais, ypač kai konkurencija tarp bankų dėl verslo paskolų labai paaštrėja, daugelis geriausių firmų gali skolintis (viešai neskelbiant) ir su palūkanų norma, žemes-

ne už pirminę. Kai kurioms didelėms firmoms siūloma skolintis su nedidele tvirta marža, kiek didesne kaip **Londono tarpbankinėje rinkoje siūloma palūkanų norma** (London Interbank Offered Rate — LIBOR), tai yra su palūkanų norma, už kurią didieji tarptautiniai bankai skolina vienas kitam tarptautinėje rinkoje.

Paskolos firmoms, negaunančioms paskolų už pirminę palūkanų normą, dažnai yra apskaičiuojamos pagal pirminę normą. Pavyzdžiui, paskolos sutartyje palūkanų norma gali būti nusakyta kaip puse procento didesnė už pirminę palūkanų normą.

Kaip rodo 6.3 lentelė, palūkanų norma dažnai yra nustatoma kintama, o ne tvirta; jei keičiasi pirminė palūkanų norma, keičiasi ir anksčiau išduotų verslo paskolų palūkanų normos. Žinoma, kartais paskolos sutartyje būna numatyta viršūnė, nusakanti, iki kokio lygio palūkanų norma gali būti padidinta.

Nekilnojamojo turto paskolos. Nuo seno hipotekinės paskolos bankams buvo pavojingos, nes jos buvo nelikvidžios, o jų palūkanų normos rizika buvo didelė. Dabar tokių apibūdinimų girdėti rečiau. Hipotekinės paskolos su kintama palūkanų norma yra ne taip rizikingos kaip tos, kurios yra suteiktos su tvirtomis palūkanomis. Kadangi daugelio už kintamas palūkanas suteiktų hipotekinių paskolų galimas palūkanų normos didėjimas yra ribojamas, jų palūkanų normos rizika iš dalies išliko. Hipotekinių paskolų, ypač su tvirtomis palūkanomis, nelikvidumą labai sumažino išsiplėtusi hipotekų rinka.

Viena iš nekilnojamojo turto paskolų rūšių yra **paskola su paties nekilnojamojo turto užstatu.** Tokia paskola yra apdraudžiama savininko namu. Teigiama tai, kad nors lėšos gali būti naudojamos bet kuriam tikslui, už jas mokamos palūkanos, kaip ir daugelio kitų hipotekinių paskolų palūkanos, atskaičiuojamos iš pajamų, apmokestinamų federaliniu pajamų mokesčiu. Beveik visų tokių paskolų palūkanos yra kintamos.

Vartojimo paskolos. Kita svarbi banko veiklos sritis yra skolinimas vartotojams (tai sudaro apie 12 procentų visų bankų paskolų). Vienas svarbių šių paskolų privalumų yra jų likvidumas. Kadangi tos paskolos yra trumpalaikės ir grąžinamos dalimis, jų apyvarta yra labai greita. Kai kurios iš jų yra suteikiamos už kintamą palūkanų normą.

Daug vartojimo paskolų yra suteikiama įsigyti ilgo naudojimo prekėms, kurios pačios gali būti užstatas už paskolą. Bankai teikia vartojimo paskolas tiesiogiai ir netiesiogiai, per ilgalaikio vartojimo prekių dylerius (pavyzdžiui, automobilių dylerius). Teikiamos ir bendrojo vartojimo paskolos. Viena iš tokių paskolų rūšių yra paskolos su kredito kortelėmis, už kurias bankas gauna ne tik palūkanas iš skolininko, bet ir komispinigius iš pardavėjo. Kai kurie bankai yra sudarę sutartis, pagal kurias kredito kortelių turėtojai gali kredituoti savo čekines sąskaitas ir debetuoti savo kredito korteles

6.3 lentelė. Prekybos ir pramonės paskolos, išduotos 1988 m. lapkričio 7–11 d.[a]

Paskolos dydis (tūkst. dol.)	Paskolų kiekis (%)	Paskolų vertė (%)	Paskolos trukmė (svertinis vidurkis)	Suteikta paskolų pagal įsipareigojimą (%)	Paskolos palūkanų norma (svertinis vidurkis)
			Trumpalaikės paskolos (dienomis)		
Visos trumpalaikės	88,1	93,3	48	75,3	10,1
			su tvirta palūkanų norma		
1–24	19,7	0,5	106	20,0	12,2
25–49	3,0	0,3	99	26,1	11,5
50–99	1,8	0,4	98	24,1	12,1
100–499	1,6	1,0	89	47,9	10,9
500–999	0,4	0,9	47	72,5	10,0
1000 ir daugiau	1,9	49,6	26	71,9	9,4
			su svyruojančia palūkanų norma		
1–24	28,2	0,9	149	69,3	12,1
25–49	9,7	1,1	169	77,6	11,9
50–99	8,1	1,8	163	79,5	11,7
100–499	10,6	6,9	182	86,0	11,4
500–999	1,5	3,1	157	86,0	11,2
1000 ir daugiau	1,6	27,0	110	80,9	10,6
			Ilgalaikės paskolos (mėnesiais)		
Visos ilgalaikės	11,9	6,7	47	70,8	10,8
			su tvirta palūkanų norma		
1–99	5,3	0,3	74	26,4	12,7
100–499	0,2	0,1	59	35,3	11,5
500–999	0,1	0,1	56	85,6	10,6
1000 ir daugiau	0,1	2,2	40	89,7	10,1
			su svyruojančia palūkanų norma		
1–99	4,5	0,4	63	25,8	12,1
100–499	1,3	0,9	48	48,5	11,7
500–999	0,2	0,4	53	50,1	11,3
1000 ir daugiau	0,2	2,2	46	80,5	10,5

[a] Neįskaitant statybos ir plėtros paskolų.

Šaltinis: Federal Reserve Bulletin, 75, 1989, balandis, p. A72.

automatiškai, kai čekinė sąskaita nebepajėgia apmokėti gaunamų čekių. Kiti bankai naudoja panašias sutartis automatinėms paskoloms klientams, neturintiems kredito kortelių. Kitas vartojimo paskolų pavyzdys — federalinės valdžios subsidijuojamos paskolos studentams.

Bankai teikia paskolas ir vertybiniams popieriams įsigyti. Tokios paskolos yra išduodamos ne tik gyventojams, bet ir vertybinių popierių dyleriams bei brokeriams, naudojantiems jas klientų pirkimams finansuoti bei savo vertybiniams popieriams pirkti[5].

Užsienio paskolos. Daugelis didžiųjų bankų ir kai kurie vidutinio didumo bankai yra susijungę į vadinamuosius sindikatus, kad galėtų teikti dideles paskolas užsienio firmoms ir vyriausybėms. Vienu požiūriu paskolos užsienio vyriausybėms yra saugesnės už paskolas užsienio arba vietinėms firmoms: firma gali, o šalis negali bankrutuoti. Bet antra vertus, jos yra rizikingesnės, nes užsienio vyriausybei atsisakius mokėti, bankas negali jos paduoti į teismą, negali tikėtis šalies bankroto, jos turtas negali būti paskirstytas kreditoriams. Sankcijos, taikomos šaliai, vengiančiai grąžinti skolą, būna dvejopos. Pirma, kitur esantis šalies turtas, pavyzdžiui, banko indėliai kitoje šalyje arba laivai užsienio uostuose, gali būti areštuotas. Tai apsunkina šaliai palaikyti normalią prekybą. Antra, šalis, kuri nesugeba išmokėti savo skolų, vargiai galės gauti užsienyje net ir trumpalaikę paskolą importui finansuoti.

Tokios sankcijos yra veiksmingos, kai reikia apsisaugoti nuo skolos nesumokėjimo normaliomis aplinkybėmis, bet jos neapsaugos nuo skolos negrąžinimo tada, kai šalį slegia tokios problemos, kaip katastrofiškas pajamų už eksportą sumažėjimas. Taip įvyko 1981 metais, Lenkijos ekonomikoje įsivyravus krizei; Lenkija pasiskelbė nepajėgianti išmokėti skolų. JAV ir Europos bankai, suteikę didžiules paskolas Lenkijai ir kitoms Rytų Europos šalims, tikėdamiesi, kad blogiausiu atveju šias paskolas padengs Rusija, pamatė, kad ši nesirengia to daryti. Imta kalbėti, kad reikia paskelbti Lenkiją nemokia, nepajėgiančia grąžinti skolų tiek bankams, tiek užsienio vyriausybėms. Iš dalies dėl politinių priežasčių finansinio bankroto išvengta; Lenkija sutiko toliau mokėti palūkanas už paskolas, o bankai sutiko atidėti jų grąžinimo terminus. Be to, jie suteikė Lenkijai papildomų paskolų, kurių dalį Lenkija panaudojo palūkanoms už ankstesnes paskolas mokėti.

1982 ir 1983 metais buvo dar grėsmingesnių skolų įsipareigojimų nevykdymo atvejų. Argentina, Brazilija (abi turėjo didžiules užsienio skolas) ir Rumunija atsisakė mokėti numatytas užsienio skolų grąžinimo įmokas. Be to, Meksika kreipėsi į savo kreditorius, prašydama atidėti skolų grąži-

[5] Du paskutiniai paskolų įrašai 6.1 lentelėje yra pakoreguoti pagal sąskaitybos taisykles. Bankai privalo sudaryti rezervą galimiems paskolų nuostoliams padengti. Kad gautume grynąją paskolų vertę, tuos rezervus reikia atimti; tas pats pasakytina apie bet kurias neuždirbtas pajamas, įtrauktas į nominalinę kai kurių paskolų vertę.

nimo terminus. Tos šalys norėjo gauti ir papildomų kreditų. Šalys tų skolinių įsipareigojimų nevykdė dėl dviejų priežasčių. Viena, jos iš tikrųjų buvo pasiskolinusios daugiau negu galėjo grąžinti. Nieko nuostabaus, kad jos siekė skolintis, mat skolinimosi metu realioji palūkanų norma dažnai būdavo neigiama. Antras veiksnys buvo didžiulė 1981–1982 metų krizė, didžiausia nuo 4 dešimtmečio, kuri smarkiai sumažino žaliavų kainas, o daugelis įsiskolinusių šalių kaip tik žaliavas eksportuodavo. Trečias veiksnys buvo tai, kad 1983 metų pradžioje nominalioji palūkanų norma sumažėjo daug mažiau negu infliacijos procentas. Taigi realioji palūkanų, kurias tos šalys turėjo mokėti, norma ėmė sparčiai didėti. Pagaliau 1986 metais, smarkiai nukritus naftos kainoms, Meksiką ištiko alinantis šokas.

Kai šalys skolininkės prašo bankus atidėti skolų grąžinimą ir suteikti naujų paskolų, jos nebūna bejėgės. Jos gali grasinti, kad negavusios, ko prašo, visiškai žlugs. Jei taip atsitiktų, bankai turėtų nurašyti joms išduotas paskolas į nuostolius; to bankai, žinoma, nėra linkę daryti, nes tai sumažintų jų pelnus ir kapitalą. Atvirkščiai, pratęsdami paskolos terminus, bankai gali bent jau apskaitos sumetimais atidėti ir savo nuostolių pripažinimą; o jeigu reikalai pakryptų į gerąją pusę, paskolos būtų grąžintos. Taigi šalys skolininkės per derybas gali gerokai paspausti. Kaip rašė „Wall Street Journal" (1982 m. liepos 29 d.), vienas bankininkas yra pasakęs: „Man atrodo visiškai juokinga, kai girdžiu bankininkus kalbant, kad su lenkais elgiamasi griežtai... Tam tikra prasme kaip tik lenkai diktuoja savo sąlygas".

Šalių skolininkių nepajėgumas grąžinti skolas sukėlė rimtų problemų Amerikos bankų sistemai. 1982 metais devynių didžiausių bankų suteiktos paskolos penkiolikai trečiojo pasaulio šalių sudarė vidutiniškai 200 procentų jų kapitalo. Jeigu kelios didelės šalys skolininkės būtų buvusios paskelbtos nepajėgiomis išsimokėti, daugelis didžiųjų bankų būtų tapę nemokūs.

Jeigu būtų buvusi sąžiningai tvarkoma apskaita, net ir be žlugimo būtų paaiškėję, kad keletas didžiųjų bankų yra tapę nemokūs. Tikroji tų paskolų vertė dažnai sudarė tik labai mažą nominalinės vertės dalį. Jeigu būtų reikėję nurašyti paskolas pagal tikrąją rinkos vertę, kai kurie didžiausieji šalies bankai tikriausiai būtų turėję parodyti neigiamą nuosavąjį kapitalą ir būtų tapę nemokūs. Bankus gelbėjo tik apskaitos konvencija (ir reguliavimo organų atlaidumas) — jie galėjo savo sąskaitose šias paskolas apskaityti nominaline verte.

Apskaitos taisyklės reikalauja, kad tuo atveju, kai skolininkai nemoka palūkanų ir numatytų paskolos grąžinimo sumų, bankai, priskaičiavę palūkanas už paskolas, minusuotų jų buhalterinę vertę. Norėdami nuo to apsisaugoti ir parodyti, neva iš tikrųjų reikalai klostosi gerai, bankai nusprendė pratęsti skolų grąžinimo terminus ir ėmė papildomai skolinti skolininkams lėšų, reikalingų palūkanoms mokėti. Taigi jie sugebėjo pavaizduoti, tarsi tos paskolos tebėra nepraradusios visos nominalinės vertės. Taip jie

elgėsi net ir tada, kai paskolų rinka buvo labai sumažėjusi ir tos paskolos buvo perleidžiamos už daug mažesnę nei nominalinę vertę. 1987 metų kovo mėnesį Bolivijos skolos buvo pardavinėjamos vidutiniškai po dvylika centų už kiekvieną nominalinės vertės dolerį. Panašiai atsitiko ir 1987 metų vasario mėnesį, kai Brazilija sustabdė palūkanų už užsienio skolas mokėjimą, — bankai jos nepaskelbė nemokia.

Bankai elgėsi taip, lyg problema būtų buvusi likvidumas, o ne skolininkų nemokumas, tai yra, lyg skolininkams trūktų likvidumo, o jų pajėgumas visai išmokėti skolas būtų nepakitęs. Tokia pozicija suteikė bankams laiko savo kapitalui padidinti ir didesniems rezervams dėl galimų tų paskolų nuostolių sudaryti. Taigi galimi tų paskolų nuostoliai nebegrėsė sužlugdyti bankų sistemą. Kaip rodo 6.4 lentelė, iki 1987 metų silpnos ekonomikos šalių skolos gerokai sumažėjo, palyginti su bankų mokumu, nors vidutiniai lentelės skaičiai galėjo paslėpti pavojingą kai kurių bankų padėtį. Atrodo, kad įtikinėjimo ir išsisukinėjimo politika buvo sėkminga. Tiesa, norėdamos gauti naujų paskolų ankstesniųjų paskolų palūkanoms mokėti, daugelis silpnos ekonomikos šalių pasižadėjo riboti savo ekonominę plėtrą, kad per greit nedidėtų importas. Tai kai kurias iš jų apsunkino. Be to, prisidėjus paskoloms, gautoms palūkanoms už ankstesnes paskolas mokėti, jų įsiskolinimas padidėjo.

6.4 lentelė. JAV bankų pasiskirstymas pagal suteiktas paskolas penkiolikai labiausiai įsiskolinusių šalių[a]

	Pasiskirstymas[b]			
	Milijardai dolerių		Bendrojo kapitalo procentai	
	1982	1987	1982	1987
Devyni didieji pinigų centrų bankai	54,3	56,3	200	113
Trylika kitų didžiųjų bankų	17,9	14,8	141	64
Visi kiti toms šalims skolinę JAV bankai	18,0	14,1	68	27
Visi JAV bankai	90,2	84,8	75	68

Pastaba: Sumos gali kiek skirtis dėl apvalinimo.

[a] Tos penkiolika šalių yra: Argentina, Bolivija, Brazilija, Čilė, Dramblio Kaulo Krantas, Ekvadoras, Filipinai, Jugoslavija, Kolumbija, Marokas, Meksika, Nigerija, Peru, Urugvajus ir Venesuela.

[b] Pasiskirstymas yra vertinamas pagal paskolas, suteiktas kitomis, o ne silpnos ekonomikos šalių valiutomis.

Šaltinis: *Walker Todd.* Developing Country Lending and Current Banking Conditions. — Federal Reserve Bank of Cleveland. Economic Review, Vol. 24, No. 2, 1988, p. 30.

Kiti aktyvai

Be pagrindinių, jau aptartų, aktyvų, į banko balansą įeina dar keletas šalutinių aktyvų, 6.1 lentelėje pavadintų kitais aktyvais. Į šią kategoriją įtraukiami tokie straipsniai, kaip kliento įsipareigojimai pagal akceptavimo sąskaitas; tai atitinka pasyvo akceptavimų įrašus. Kai bankas akceptuoja kliento tiekėjo pateikiamą mokėjimo reikalavimą, klientas tampa bankui skolingas, ir tai yra banko aktyvas. Kiti kitų aktyvų pavyzdžiai: parduoti federaliniai fondai ir banko įstaigos pastatai.

AKTYVŲ IR PASYVŲ VALDYMAS

Bankas veikia skolindamasis pinigus viena kaina ir skolindamas juos už didesnę kainą. Istoriškai taip susiklostė, kad bankininkai daugiau dėmesio skyrė skolinimui, o ne skolinimuisi. Lėšų įsigijimas buvo traktuojamas lyg ir kaip mechaninė operacija, kai mokama už indėlius palūkanų norma yra nustatyta pagal kartelinius susitarimus arba pagal vyriausybės nustatytą aukščiausią leistinąją ribą. Ir atvirkščiai, vertindami paskolų prašymus, bankai rodė daug daugiau profesionalumo ir išradingumo.

Bet tokios padėties nebėra. Dabar indėlių palūkanų normai nėra nustatytos aukščiausios leistinosios ribos, nebėra ir kartelinių susitarimų. Be to, bankai nebėra visiškai priklausomi nuo indėlių. Jie gali „pirkti" lėšas atvirojoje rinkoje. Net nedideli bankai, pirkdami federalinius fondus iš savo miesto korespondentinio banko, skolindamiesi iš FRS arba iš pinigų brokerio, gali prisidėti prie šio žaidimo. Pinigų brokeriai — tai firmos, kurios suskirsto didelius indėlius į dalis po 100 000 dolerių (kad toms sumoms būtų taikomas indėlių draudimas) ir deponuoja jas tuose bankuose, kurie moka didesnes palūkanas. Vidutinio dydžio ir didieji bankai gali pirkti lėšas ir daugeliu kitų būdų. Vienas iš jų — leisti vadinamuosius didelius indėlių sertifikatus, tai yra 100 000 dolerių ir didesnius indėlių sertifikatus. Tokie indėlių sertifikatai turi nacionalinę rinką, ir bankas, pasiūlęs kiek didesnę palūkanų normą, šioje rinkoje gali lengvai įsigyti papildomų lėšų[6]. Be to, bankai gali dalyvauti varžytynėse dėl lėšų nacionalinėje pinigų rinkoje, sudarydami atpirkimo sutartis. Kitas būdas — parduoti komercinius popierius banko holdingo bendrovei (tą daryti pačiam bankui neleidžiama) ir šio pardavimo įplaukas perduoti bankui. Dar vienas būdas — skolintis vadinamųjų **eurodolerių**, tai yra dolerių indėlių Europos ir Karibų bankuose arba Amerikos bankų Europos filialuose.

Didžiųjų bankų veikla yra žymiai platesnė negu tradicinis paskolų teikimas. Pavyzdžiui, dideliam bankui trūksta 100 milijonų dolerių. Iždinin-

[6] Didelių indėlių sertifikatus parduodančio banko palūkanų norma priklauso nuo jo reputacijos ir dydžio, nes manoma, kad FIDK labai dideliam bankui neleis bankrutuoti.

kas paskambina kitam bankui ir pasiteirauja, už kiek tas bankas perka ir parduoda lėšas. Jeigu to banko nustatytos pirkimo kainos atrodo per didelės, iždininkas, užuot pirkęs iš jo, sakysim, 50 milijonų dolerių, pats jam parduoda 50 milijonų ir tikisi paskui nusipirkti reikalingus, dabar jau 150 milijonų dolerių, iš kitų bankų mažesne kaina.

Pasitikėjimas lėšų pirkimu turi bankui ir privalumų, ir trūkumų. Privalumas — bankas tokiu būdu gali lengvai įsigyti lėšų. Jis, ne taip kaip tradiciniai bankai, nesiskolina iš savo indėlininkų. Jis geriau teikia paskolas ir padidina indėlių sertifikatų palūkanų normas tiek, kad pritrauktų indėlių, kurie įgalins tas paskolas teikti. Antra vertus, gyvuojant iš pirktų lėšų, kyla ir pavojų. Pirmiausia, palūkanų norma, kuri turi būti mokama tokia, kad pritrauktų perkamas lėšas, dažnai trumpalaikes, gali staiga padidėti. Tokių lėšų teikėjai jas teikia tik todėl, kad bankas moka konkurencingą palūkanų normą, o ne todėl, kad juo pasitiki ar kad šis turi patogioje vietoje įkurtą filialą. Taigi tokios pirktos lėšos kartais yra daug brangesnės negu vadinamieji pagrindiniai, tai yra nuolatinių banko klientų — gyventojų ir firmų indėliai. Antra, sakykime, pasklinda gandas, kad bankas yra nepatikimas. Smulkūs indėlininkai liks banke, nes jų indėliai yra apdrausti, bet pirktų lėšų teikėjai atsiims indėlius, kaip atsitiko Franklino nacionaliniam ir Ilinojaus kontinentiniam bankui.

Aktyvų ir pasyvų skolinių įsipareigojimų terminų derinimas

Bankas privalo stebėti ryšį tarp aktyvų ir pasyvų skolinių įsipareigojimų terminų. Dėl keleto veiksnių bankui reikia, kad aktyvų terminai būtų ilgesni negu pasyvų. Viena, paskolas imantys klientai dažnai nori gauti vidutinės trukmės paskolą su tvirta palūkanų norma, taigi jie gali numatyti savo būsimųjų palūkanų išlaidas. Tuo tarpu indėlininkai ir pirktų lėšų teikėjai labiau renkasi trumpus grąžinimo terminus. Be to, kadangi trumpalaikio skolinimo palūkanų normos paprastai yra mažesnės negu ilgalaikio, bankas dažnai pelnosi, skolindamas ilgam ir skolindamasis trumpam laikui.

Bet toks skolinių įsipareigojimų terminų neatitikimas sukelia rimtą riziką. Sakykime, pavyzdžiui, kad bankas perka penkerių metų obligacijas, mokėdamas 10 procentų, ir iš pradžių šį pirkimą finansuoja, išleisdamas devyniasdešimties dienų indėlio sertifikatą už 9 procentus. Jeigu tada palūkanų normos taip padidėja, kad bankas moka, sakykime, jau 12 procentų už indėlių sertifikatus, jo naudojamus 10 procentų obligacijoms finansuoti, bankas nelabai džiaugsis. 8 dešimtmečio pabaigoje Pirmasis Pensilvanijos, tuo metu dvidešimtasis pagal dydį bankas patyrė kaip tik tokių sunkumų ir buvo išgelbėtas tik FIDK bei kitų bankų konsorciumo. Todėl paskutiniu metu bankai atidžiai stebėjo ir ribojo skirtumą tarp aktyvų ir pasyvų skolinių įsipareigojimų terminų.

BANKININKYSTĖS VEIKLOS KEITIMAS

Pasyvų valdymas yra palyginti nauja bankų veiklos sritis[7]. Tai pasidarė svarbu tik 7 ir 8 dešimtmetyje, kai didieji bankai kovojo dėl lėšų papildomoms paskoloms teikti. 8 ir 9 dešimtmetyje įvyko kitų pokyčių, kurie vėl iš esmės pakeitė bankų, ypač didžiųjų, veiklos būdus. Kalbame apie santykinį pagrindinės bankų veiklos sumažėjimą. Bankai iš esmės yra tam, kad padėtų skolintojams ir skolininkams susirasti vieniems kitus. Kalbant ekonominiu žargonu, jie egzistuoja tam, kad padėtų mažinti **rinkos netobulumus**. Jei rinkos netobulumų, pavyzdžiui, savalaikės informacijos trūkumo, nebūtų, bankai ir kiti finansų tarpininkai negalėtų gyvuoti: skolininkai ir skolintojai patys paprasčiausiai susirastų vieni kitus. 8 ir 9 dešimtmetyje du veiksniai sumažino rinkos netobulumus, todėl tradicinės bankų funkcijos pasidarė ne tokios svarbios.

Pirma, atpigo kompiuteriai ir sumažėjo skaičiavimo išlaidos. Tai sumažino informacijos apie skolininko patikimumą gavimo išlaidas. Antras pasikeitimas: padidėjo finansų rinkų mokslinis pagrindimas. Tai sąlygojo didelių finansinių tyrimų, atliktų universitetuose ir Volstryte, mastai. Šie tyrimai įgalino sukurti naujus draudimosi metodus, kurie leido investitoriams sumažinti tiesioginio skolinimo riziką bei, atsisakius finansinių tarpininkų paslaugų, nebemokėti tarpininkavimo mokesčių.

Viso to rezultatas yra tas, kad korporacijos dabar trumpalaikiam finansavimuisi leidžia daugiau komercinių vertybinių popierių ir mažiau ima bankų paskolų, taip sutaupydamos nemažai lėšų. 1983 metų gruodžio mėnesį buvo išleista 188 milijonų dolerių vertės komercinių popierių; iki 1988 metų gruodžio mėnesio ši suma pakilo iki 485 milijonų. Bankai prarado kai kuriuos savo geriausius klientus, išėjusius į komercinių vertybinių popierių rinką; tuo pačiu metu jie prarado ir kai kuriuos savo silpniausius klientus, išėjusius į stiprėjančią šiukšlinių obligacijų rinką. Bankai ir kiti finansų tarpininkai prarado ir tam tikrus pranašumus hipotekų rinkoje. Iki šių dienų buvo įprasta, kad ta pati institucija ir teikia hipotekinę paskolą, ir laiko užstatą. Finansų tarpininkų, kaip hipotekų iniciatorių, pozicijos vietinėse bendruomenėse buvo stiprios; taigi jie turėjo didžiulius pranašumus palyginti su kitais potencialiais hipotekinių paskolų teikėjais. Bet dabar, paplitus hipotekinėmis paskolomis apsaugotiems vertybiniams popieriams, kaip matėme, galutinis skolintojas nebebūtinai turi būti vietinė institucija. Pagaliau pasyvų pusėje bankai užleido pozicijas pinigų rinkos fondams, institucijoms, kurios nebūtų tapusios tokios populiarios, jeigu kompiuterių kainos nebūtų taip nukritusios.

---

[7] Pagerėjęs pasyvų valdymas iš dalies atspindi geresnį bankininkų ir kitų finansų rinkos dalyvių teorinį pasiruošimą. Tai atspindi ir skolinamųjų lėšų trūkumą, kurį bankai ėmė jausti 7 dešimtmečio pabaigoje ir 8 dešimtmetyje. Per II pasaulinį karą bankai buvo prisipirkę daugybę JAV vyriausybės vertybinių popierių ir ilgai po karo juos pardavinėjo, gaudami lėšų paskoloms teikti.

Bankų atsitraukimo nuo tradicinio vaidmens atgarsis buvo dvejopas. Pirmiausia bankai pabandė pradėti veikti kitose srityse, ypač investicinėje bankininkystėje; tai aptarsime 9 skyriuje.

Antra, savo senkančias skolinimo pajamas bankai mėgino papildyti kaupdami pajamas, gautas iš papildomų mokesčių už kitokią veiklą. Mokesčių pajamos yra banko gaunamos pajamos už teikiamas paslaugas. 1982 metais apdraustų bankų mokesčių pajamos (įskaitant mokesčius už indėlių paslaugas) sudarė tik 8,5 procento jų visų palūkanų ir mokesčių pajamų; iki 1987 metų šis skaičius pakilo iki 16,9 procento. Bankai gauna mokesčių daugybe būdų. Vienas iš tradicinių būdų — susibūrus į konsorciumą, teikti dideles paskolas. Bankas, kuris suorganizuoja tokį konsorciumą, be palūkanų už savo paskolos dalį, gauna iš skolininko papildomą mokestį. Kitas mokesčių šaltinis yra kredito limitai, kuriuos bankai skiria savo klientams. Be to, bankai gauna komispinigių veikdami užsienio valiutos keitimo rinkoje.

Pastaraisiais metais bankai, ypač didieji, uždirbo nemažas mokesčių sumas prisiimdami riziką, kuri neatsispindi balanse; tai vadinama **nebalansiniu finansavimu**. Vienas nebalansinio finansavimo pavyzdys yra akredityvai, kai bankas garantuoja, kad akredityvo gavėjas apmokės sąskaitą, kuriai šis akredityvas išrašytas.

Kitas pavyzdys yra **palūkanų normų sukeitimai**. Sakysime, vienas banko klientas turi skolą, už kurią turi mokėti kintamas palūkanas, bet jis norėtų mokėti tvirtas palūkanas, o kito kliento padėtis yra atvirkščia. Bankas gali padėti jiems pasikeisti palūkanų įsipareigojimais. Jis gali surengti tokį pasikeitimą ir klientams, turintiems paskolas skirtingomis valiutomis. Dažnai bankas pakeičia savo, o ne kliento įsipareigojimus. Tokių operacijų mastai yra didžiuliai; 1988 metais jos sudarė 450 milijardų dolerių.

Bankai didina savo pajamas ir spekuliuodami užsienio valiutų keitimo rinkoje bei pinigų rinkoje. Pavyzdžiui, bankas, kuris tikisi, kad palūkanų normos didės, gali pirkti federalinių fondų savaitės pradžioje, kad turėtų perteklinių rezervų, kuriuos tą pačią savaitę vėliau galėtų parduoti fondų rinkoje.

Dar viena nebalansinės rizikos rūšis atsiranda parduodant banko suteiktas paskolas. Paskolos pirkėjo saugumą garantuoja pirkimo sutarties teiginys, kad bankas prisiima atsakomybę, jei skolininkas nesugeba grąžinti skolos.

Taigi bankas gali prisiimti didžiulę riziką, nesusijusią su paties išduotomis paskolomis ir turimais vertybiniais popieriais; kai kurie žmonės dėl to nerimauja. Kodėl bankai prisiima tokią riziką, galėtų paaiškinti viena aplinkybė — tokią riziką banko tikrintojams yra sunkiau kontroliuoti negu paskolų paketo riziką.

Paskutinis, nelabai rizikingas mokesčių pajamų gavimo būdas yra turėti **pasitikėjimo operacijų departamentą**. Pasitikėjimo operacijų departamen-

6.5 lentelė. Procentinis taupymo ir paskolų asociacijų bei taupomųjų bankų aktyvų ir pasyvų pasiskirstymas. 1987 m. gruodžio 31 d.

	Taupymo ir paskolų asociacijos	Taupomieji bankai
Iš viso aktyvų	100	100
Grynieji pinigai kasoje ir bankų įsiskolinimas	1,3	2,6
JAV iždo ir federalinių agentūrų įsipareigojimai	4,0	5,5
Valstijų ir vietinės valdžios įsipareigojimai	0	0,6
Hipotekinės investicijos	70,5	67,1
Hipotekinės paskolos	53,8	54,2
Užstatu padengti vertybiniai popieriai	16,7	12,9
Obligacijos, vekseliai ir kiti vertybiniai popieriai	8,0	5,9
Korporacijų akcijos	0,1	1,8
Komercinės paskolos	1,8	5,0
Vartojimo paskolos: iš viso	4,7	5,4
Dalimis grąžinamos paskolos	1,1	2,8
Paskolos namų remontui	0,4	0,6
Einamosios sąskaitos knygelės paskolos	0,3	0,3
Garantuotos paskolos švietimui	0,3	1,0
Visos kitos paskolos	2,6	0,7
Kiti aktyvai	9,6	6,1
Pasyvai ir kapitalas	100,0	100,0
Iš viso indėlių	74,5	78,0
Skolinimasis ir turimi užstatai	13,1	10,0
Pirkti federaliniai fondai ir atpirkimo sutartys	6,8	2,9
Kiti pasyvai	1,8	1,5
Kapitalas	3,8	7,6
Memorandumas: iš viso aktyvų (milijardais dolerių)	1252	255

Šaltinis: National Council of Savings Institutions. — National Fact Book of Savings Institutions, 1988, lent. 1.

tai tvarko gyventojų sveikatos, turto, pensijų fondus ir kt. Kai kuriems pasitikėjimo operacijų fondams bankai teikia tik konsultacijas dėl investicijų, bet paprastai bankas pats prisiima ir investicijų atsakomybę. Korporacijų pasitikėjimo operacijų departamentai tvarko korporacijų pensijų fondus,

moka palūkanas ir dividendus, registruoja obligacijų pervedimus. Maždaug ketvirtadalis visų bankų turi pasitikėjimo operacijų departamentus, bet šių pasitikėjimo operacijų lėšos yra sutelktos palyginti nedaugelyje didžiųjų bankų.

TAUPOMOSIOS ĮSTAIGOS BALANSAS

6.5 lentelėje parodytas taupomosios įstaigos balansas yra paprastesnis negu banko. Dauguma straipsnių yra savaime aiškūs arba jau buvo aptarti šiame arba 3 skyriuje. Einamosios sąskaitos knygelės paskolos, suteiktos indėlininkams, yra apdraustos jų indėliais. Hipotekos perleidimas reiškia, kad taupomoji įstaiga yra pardavusi hipoteką su įsipareigojimu tam tikrą dieną ją atpirkti.

SANTRAUKA

1. Bankai leidžia čekinius, taupomuosius ir terminuotuosius indėlius. Kiti bankų pasyvai — pirkti federaliniai fondai, banko akceptuoti vekseliai ir kapitalas.
2. Visos indėlių įstaigos, išskyrus mažiausias, turinčios sandėrių sąskaitų ir neasmeninių terminuotųjų indėlių, privalo Federalinėje rezervų sistemoje laikyti nustatyto dydžio rezervus.
3. Banko išduotos paskolos yra jo didžiausi aktyvai. Bankai normuoja kreditus. Verslo firmos yra bankų klientai ir gali gauti ilgalaikių ir trumpalaikių paskolų. Jos dažnai turi kredito limitus, tačiau privalo laikyti banke kompensacinius likučius, o dažnai privalo pateikti ir užstatą. Geriausi verslo skolininkai kartais gali skolintis už mažesnę negu pirminė palūkanų normą. Už vidutinių terminų paskolas palūkanų norma dažniausiai būna kintama.
4. Hipotekinės paskolos, nors ir nelabai likvidžios, yra svarbi banko aktyvų dalis. Be to, bankai teikia vartojimo paskolas ir paskolas vertybiniams popieriams pirkti.
5. Bankams, ypač didiesiems, grėsė žlugimas dėl išduotų paskolų trečiojo pasaulio šalims. Skolindami šiems skolininkams lėšų, reikalingų palūkanoms už ankstesnes paskolas mokėti, bankai gavo laiko sukaupti papildomam kapitalui, kuris galėtų apsaugoti juos skolininko žlugimo atveju.
6. Dabar bankai valdo savo pasyvus aktyviai pirkdami lėšas indėlių sertifikatų ir federalinių fondų rinkose. Didieji bankai labai pasikliauja tokiomis pirktomis lėšomis.
7. Bankai turi stebėti, kad jų aktyvų ir pasyvų skolų įsipareigojimų terminai atitiktų tarpusavyje. Jie pageidauja turėti ilgesnio nei pasyvai termino aktyvus, bet tai yra rizikinga.
8. Bankai didelę dalį savo pajamų gauna iš mokesčių. Jie gauna mokesčius už įvairių rūšių balansinį finansavimą, iš pasitikėjimo operacijų departamentų ir iš indėlininkų aptarnavimo paslaugų.
9. Hipotekinės paskolos yra didžiausi taupymo ir paskolų asociacijų bei taupomųjų bankų aktyvai.

PAGRINDINIAI TERMINAI

indėliai iki pareikalavimo	demand deposits
PP sąskaitos	NOW accounts
indėlių sertifikatai	certificates of deposit (CDs)
federaliniai fondai	federal funds
atpirkimo sutartys	repurchase agreements (RPs, repos)
banko akceptuoti vekseliai	banker's acceptance
pirminiai rezervai	primary reserves
antriniai rezervai	secondary reserves
kredito normavimas	credit rationing
santykiai su klientais	customer relationship
vidutinio termino paskola	term loans
kreditų limitas	line of credit
kompensacinis likutis	compensating balance
pirminė palūkanų norma	prime rate
Londono bankų vidutinė palūkanų norma	London Interbank Offered Rate (LIBOR)
pasyvų valdymas	liability management
akredityvas	letter of credit
nebalansinis finansavimas	off-balance-sheet financing
apsikeitimas palūkanų normomis	interest-rate swaps
pasitikėjimo operacijų departamentas	trust department

KLAUSIMAI IR UŽDUOTYS

1. Paaiškinkite, kaip bankai valdo savo pasyvus.
2. Paaiškinkite, ką reiškia pervedamasis ir nepervedamasis indėlių sertifikatas.
3. Paaiškinkite, ką reiškia:
   a) banko akceptuoti vekseliai,
   b) atpirkimo sutartys,
   c) federaliniai fondai,
   d) pirminiai rezervai.
4. Paaiškinkite, kas yra kredito normavimas. Kodėl bankai tą daro?
5. Paaiškinkite šiuos verslo paskolų ypatumus:
   a) kreditų limitai,
   b) kompensaciniai likučiai,
   c) užstatas,
   d) pirminė palūkanų norma.
6. Tarkime, kad bankininkas sako jums, kad per savo dvidešimt penkerius metus darbo su paskolomis jis nėra suteikęs paskolos, kuri nebuvo grąžinta. Ar jūs pagirtumėte jį už gerą darbą?
7. Paaiškinkite banko pasitikėjimo operacijų departamento funkcijas.

8. „Kapitalo reikalavimus bankams reikėtų mažinti. Jei jų lėšų, susijusių su kapitalu, dalis būtų santykiškai mažesnė, bankai galėtų suteikti daugiau paskolų". Aptarkite.
9. Paaiškinkite kai kuriuos nebalansinio finansavimo metodus.

LITERATŪRA

Douglas Hayes. Bank Funds Management. Ann Arbor, Mich., University of Michigan, Graduate School of Business Administration, 1980. Trumpai papasakota apie tai, kaip bankai valdo lėšas.

Sylvester Johnson, Amelia Murphy. Going off the Balance Sheet. — Federal Reserve Bank of Atlanta. Economic Review, 72 (1987, rugsėjis/spalis), p. 23–35. Gera įvairių metodų apžvalga ir įvertinimas.

Martin Mayer. The Money Bazaar, Part 3. New York, E. P. Dutton, 1984. Banko veiklos paaiškinimas su pavyzdžiais.

Walker Todd. Developing Country Lending and Current Banking Conditions. — Federal Reserve Bank of Cleveland. Economic Review, 24 (Nr. 2), 1988, p. 27–36. Naudingos pastabos apie silpnos ekonomikos šalių įsiskolinimo problemą.

7
SKYRIUS

Tarptautinė bankininkystė ir nacionalinė pinigų politika

Žymus 8 ir 9 dešimtmečio bruožas buvo komercinės bankininkystės internacionalizavimas. Pagrindiniai JAV komerciniai bankai įvairiose šalyse įsteigė beveik tūkstantį skyrių; Londone tokių skyrių įsteigta daugiau negu bet kuriame kitame užsienio centre. Beveik penki šimtai užsienio bankų įsteigė savo skyrius Jungtinėse Valstijose. Daugiausia jų yra Manhatane; keletas iš tų bankų turi svarbias filialų sistemas Kalifornijoje, Floridoje ir Niujorko valstijoje.

Šių bankų sistemų paplitimas buvo glaudžiai susijęs su **eurodolerių rinkos** ir kitų užsieninės bankininkystės* rinkų išsiplėtimu; kalbama apie JAV dolerių, Vokietijos markių, Japonijos jenų, D. Britanijos svarų sterlingų ir kai kurių kitų šalių valiutų indėlius. Šių rinkų pagrindinis požymis yra tas, kad indėliai yra išreikšti kitos šalies, o ne tos, kurioje jie padėti, valiuta, pavyzdžiui, dolerių indėliai Londone arba markių indėliai Tokijyje. Pagrindinė JAV dolerių indėlių Londone paplitimo priežastis yra noras išvengti išlaidų, atsirandančių dėl JAV veikiančių įstatymų. Daug bankų, įsikūrusių Japonijoje, Šveicarijoje ir įvairiose kitose šalyse, yra įsteigę filialus Londone, ten priima JAV dolerių indėlius; paskui tie bankai iš gautų indėlių lėšų JAV ir kitų šalių firmoms teikia JAV dolerių paskolas.

Šis skyrius pirmiausia aptaria eurodolerių ir kitas užsienio rinkas. Paskui kalbėsime apie komercinės bankininkystės struktūrą tarptautiniu požiūriu. Galiausiai panagrinėsime ryšį tarp palūkanų normų už vietinius JAV dolerių indėlius ir užsieninius dolerių indėlius.

---

* Šiame kontekste terminas *užsieninė bankininkystė* (angl. „offshore" banking) vartojamas bankų filialų užsienyje veiklai apibrėžti. Tie filialai priima indėlius ir išduoda paskolas ne tos, kurioje jie veikia, o kitos šalies valiuta. Tokie filialai steigiami finansinių lengvatų rajonuose. — Red. past.

KOMERCINĖS BANKININKYSTĖS INTERNACIONALIZAVIMAS

Pagrindinių pramoninių valstybių komercinė bankininkystės sistema pastarajame dešimtmetyje buvo internacionalizuota, ir bankai, įsikūrę Niujorke, Čikagoje, Los Andžele, Tokijyje, Frankfurte, Londone, Ciuriche ir Toronte, ėmė agresyviai konkuruoti vienas kito vidaus rinkoje.

Vienas iš tokio komercinės bankininkystės internacionalizavimo padarinių yra tai, kad dabar yra daug didesnė konkurencija nacionaliniuose finansų centruose. Mat atsiradę užsienio bankai stengiasi pasididinti savo paskolų teikimo ir indėlių priėmimo rinkos dalį. Didžiosios Britanijos bankininkystėje vyrauja keturi pagrindiniai bankai (Nacionalinis Vestminsterio, „Barclays", Midlendo ir Loido), bet dvidešimt pagrindinių ne Britanijos bankų konkuruoja dėl Britanijos svarais išreikštų indėlių ir paskolų didžiausių klientų. Taip ir trys didžiausi Vokietijos bankai (Vokietijos, Dresdeno ir Komercinis) jaučia padidėjusią konkurenciją dėl indėlių. Juos spaudžia penkiasdešimt užsienio bankų filialų Frankfurte, Diuseldorfe ir Hamburge.

Eurodolerių rinka

Tų bankų sistemų paplitimas yra glaudžiai susijęs su **eurodolerių rinkos** ir kitų išorinių valiutų rinkų, bendrai vadinamų **užsieninės bankininkystės rinkomis**, išplitimu. Eurodolerių indėlis yra dolerių indėlis, sudarytas ne Jungtinėse Valstijose, pavyzdžiui, tokiame finansų centre, kaip Londonas, Ciurichas arba Singapūras, esančio banko. Panašiai taip euromarkių indėlis yra Vokietijos markių indėlis, sukurtas Liuksemburge, Londone arba kuriame nors kitame centre ne Vokietijoje. Tos užsieninės įstaigos atlieka tokias pat tarpininkavimo funkcijas, kaip ir vietiniai bankai; didžiausias skirtumas yra tai, kad jie priima indėlius ir išduoda paskolas ne tos, kurioje yra įsikūrę, o kitos šalies valiuta. Tai nereiškia, kad užsieninė bankininkystė yra nelegali, paprasčiausiai tokiai veiklai netaikomos vietinės valiutos taisyklės.

1988 metų pabaigoje užsienio bankų Vakarų Europoje indėliai sudarė 2,5 milijardo dolerių. Apie 60 procentų šių indėlių buvo JAV doleriais, 9 procentai — Vokietijos markėmis ir 4 procentai — Šveicarijos frankais.

Užsieninė bankininkystė susitelkia **finansinių lengvatų rajonuose**, tokiuose kaip Londonas, Liuksemburgas, Singapūras, Panama, Kaimanų salos. Taip pat užsieninę bankininkystę veikia palankaus apmokestinimo rajonai — firmos ir investitoriai perkelia savo pajamas į palankaus apmokestinimo rajonus, norėdami pasinaudoti žemesnių mokesčių privalumais. Ir krovininių laivų savininkai dažnai registruoja savo laivus Liberijoje arba Panamoje, norėdami pasinaudoti švelnesniais įstatymais. Taip ir investitoriai užsie-

ninius indėlius įsigyja pirmiausia todėl, kad už juos mokamos daug didesnės palūkanos negu už vietinius indėlius; ir jų visiškai pakanka papildomoms išlaidoms, nepatogumams ir rizikai kompensuoti. Užsienio bankai gali mokėti didesnes palūkanas negu vietiniai bankai todėl, kad jiems netaikomos palūkanų normų aukščiausios leistinosios ribos ir privalomųjų rezervų reikalavimai.

Tarptautinė bankininkystė ir vietinė pinigų politika

Bankininkystės internacionalizavimas ir išsiplėtusi užsieninė dolerių rinka JAV valiutos politikos vadovybei iškėlė keletą svarbių klausimų. Pirmiausia kilo klausimų, kaip apskaičiuoti pinigų pasiūlą. O tai, kaip mes jau išsiaiškinome pirmajame skyriuje, yra sunkus uždavinys. Ar JAV dolerių indėliai Londone arba Singapūre įtrauktini skaičiuojant Jungtinių Amerikos Valstijų pinigų pasiūlą? Ar JAV dolerių indėlius užsieniniuose JAV bankų skyriuose reikia atskirti nuo dolerių indėlių ne Jungtinių Valstijų užsieniniuose bankuose? Ar JAV dolerių indėlius užsieniniuose Jungtinių Valstijų bankuose reikia įtraukti į JAV pinigų pasiūlą, kaip daroma su JAV bankais? Ar Vokietijos markėmis, Šveicarijos frankais ir Japonijos jenomis išreikšti indėliai JAV bankų užsienio skyriuose įtrauktini į JAV pinigų pasiūlą? Ar Federaliniai rezervai kontroliuoja tik vietinius JAV bankų filialus, ar JAV bankų užsienio filialus kontroliuoti reikia taip pat, kaip vietinius filialus?

Kritinis pinigų analizės klausimas yra toks: ar pinigų pasiūla turi būti skaičiuojama įskaitant bankų indėlius šalies viduje (sakykime, Jungtinėse Valstijose arba Vokietijoje), nepaisant, kokia valiuta jie padėti, ar įskaitant bankų indėlius tam tikra valiuta (sakysime, JAV doleriais arba Vokietijos markėmis), kad ir kokioje šalyje būtų priimti, ar įskaitant indėlius, priimtus bankų, įsikūrusių tam tikrose šalyse (sakykime, JAV arba Vokietijos bankų), nepaisant nei kokia valiuta jie padėti, nei kokioje šalyje jie sukurti. Atsakymas priklausys nuo to, kiek kiekvienas iš tų alternatyvių požiūrių į „nacionalinės" pinigų pasiūlos skaičiavimą gali paaiškinti prekių kainų lygio šalies viduje pasikeitimus. Siauriausias pinigų pasiūlos apibrėžimas apima tik JAV bankų pasyvus, turimus jų JAV įsikūrusių filialų. Šis skaičiavimas gali būti išplėstas pagal nuosavybę, kad apimtų ir JAV esančių užsienio bankų filialų doleriais išreikštus skolų įsipareigojimus, ir geografiškai, kad apimtų JAV bankų užsienio filialų doleriais išreikštus skolų įsipareigojimus, ir pagal valiutą, kad apimtų JAV bankų ne doleriais išreikštus pasyvus.

Vienas požiūris yra toks: priimtiniausias pinigų pasiūlos skaičiavimas, kai jis apima visus doleriais išreikštus bankų pasyvus, nepaisant, ar tie dolerių indėliai yra JAV, ar užsienio bankuose, ir nepaisant, ar tie indėliai yra Jungtinėse Valstijose, ar užsienyje. Skaičiuojant JAV pinigų pasiūlą, JAV veikiančių užsienio bankų pasyvai dabar yra įskaitomi; visi sutaria, kad tai

yra priimtina, nes gyventojai ir firmos savo indėlius užsienio bankų JAV skyriuose vertina beveik taip pat, kaip indėlius JAV bankuose; priešingu atveju užsienio bankų skyriai ir filialai, priimdami indėlius, turėtų žymiai blogesnes sąlygas konkuruoti. Ne visi sutaria, kad užsieniniai JAV dolerių indėliai turėtų būti laikomi JAV pinigų pasiūlos dalimi; mat JAV dolerių indėliai Londone, Frankfurte arba Singapūre galų gale vis tiek turės būti išleisti Jungtinėse Valstijose.

Pirmas šiame skyriuje aptariamas dalykas yra struktūriniai skirtumai tarp šalių bankinio reguliavimo būdų ir tų skirtumų reikšmė pinigų politikai valdyti. Antras dalykas — tai užsieninių ir vidinių doleriais išreikštų indėlių santykis bei užsieninių indėlių rinkos plėtotės finansiniai padariniai. Mums rūpi, kaip užsieninių indėlių doleriais mastų didėjimas atsiliepia Jungtinių Amerikos Valstijų pinigų politikai.

Tarptautinės bankininkystės stiprėjimas yra svarbus, nes užsienio bankai gali lengviau nei vietiniai gauti išorinių lėšų. Jie lengviau negu vietiniai bankai gali prisitaikyti prie vietinės pinigų politikos pasikeitimų. Pavyzdžiui, jeigu centrinis Anglijos bankas imasi griežtesnės pinigų politikos, Britanijos bankams darosi sunkiau plėsti skolinimą svarais sterlingų, o JAV ir kitų šalių bankai, galintys lengviau įsigyti lėšų, išreikštų doleriais ir markėmis, gali jas parduoti už svarus ir teikti paskolas svarais sterlingų; Britanijos bankai to daryti negali. O Londono skolininkai gali kreiptis į Niujorko ir Frankfurto bankus ir taip kompensuoti sumažėjusias galimybes skolintis Londone.

Didelis skirtumas, palyginti su pagrindinių šalių vietinėmis bankininkystės sistemomis, yra bankų pasiskirstymas pagal dydį. Kitas skirtumas — bankų reguliavimo būdai ir mastai. JAV yra daugiau bankų negu visose pramoninėse valstybėse kartu paėmus. Daugumoje šalių trys, keturi ar penki bankai su šimtais filialų turi 60 arba 70 procentų visų bankų indėlių ir paskolų (7.1 lent.).

Tai, kad JAV bankai yra dideli ir jų yra daugiau negu kitose šalyse, rodo du dalykus. Pirma, bendra bankų indėlių suma Jungtinėse Valstijose yra daug didesnė negu bet kur kitur, nes JAV ekonominis pajėgumas mažiausiai du kartus didesnis negu Japonijos, antros pagal stiprumą šalies, ekonominį pajėgumą. Antra, Jungtinėse Valstijose labai reguliuojama konkurencija; kadaise buvo priimtos taisyklės, ribojančios bankų filialų steigimą už valstijų ribų (Makfadeno aktas, 1927), o dažnai ir valstijų viduje arba net už rajono ribų.

Paradoksalu, bet buvo atvejų, kai didieji pagrindiniai JAV bankai skatino užsienio bankus jungtis, kad, neatsilikdami nuo didžiausių JAV bankų dydžiu, galėtų su jais konkuruoti ir tenkinti didelių multinacionalinių firmų finansavimo poreikius. 8 dešimtmečio pradžioje Didžiojoje Britanijoje Nacionalinis provincijos bankas susijungė su Vestminsterio banku, o Loido bankas susijungė su Britanijos ir užjūrio banku. Olandijoje susijungė Amsterdamo bankas ir Roterdamo bankas.

7.1 lentelė. Tarptautinių bankų pasiskirstymas. Aktyvai (milijardais dolerių). 1988 m. gruodžio 31 d.

1. „Dai-Ichi Kangyo Bank"	379,3
2. Sumitomo bankas	363,2
3. „Fuji Bank"	360,5
4. „Mitsubishi Bank"	349,0
5. „Sanwa Bank"	330,7
6. Japonijos pramonės bankas	272,9
7. „Norinchukin Bank"	235,9
8. „Tokai Bank"	227,6
9. „Mitsui Bank"	211,4
10. „Credit Agricole"	210,6
11. „Mitsubishi Trust and Banking"	208,3
12. „Citicorp"	207,2
13. Paryžiaus nacionalinis bankas	196,9
14. „Barclays Bank"	189,2
15. Tokijo bankas	185,4

Didžiausių bankų pasiskirstymas pagal šalis

Šalis	10 didžiausių	25 didžiausi	50 didžiausių
Japonija	9	17	23
Prancūzija	1	4	5
Jungtinės Amerikos Valstijos		1	4
Didžioji Britanija		2	4
Vakarų Vokietija		1	5
Kinija			1
Honkongas			1
Šveicarija			2
Olandija			2
Kanada			1
Italija			2
Iš viso	10	25	50

Šaltinis: Fortune, 1989, birželio 5, 1989, liepos 31.

Dauguma JAV bankų užsienio skyrių yra filialai, jie nėra įregistruoti šalyje, kurioje veikia. Tų užsienio **filialų** teisinis statusas toks pat kaip ir vietinių filialų; vienintelis skirtumas yra jų buvimo vieta. Žinoma, kartais motininė firma turi įsteigti **dukterinę firmą**, turinčią užsienyje atskirą teisinį statusą. Kai kurios šalys, įskaitant Meksiką ir kitas silpnos ekonomikos šalis, reikalauja, kad užsienio bankai steigtų bendrus bankus su vietiniais; tuo atveju labai naudinga yra dukterinė firma. Skirtumas tarp filialo ir duk-

terinės firmos yra svarbus nustatant, ar reikia mokėti JAV pajamų mokesčius, ar ne; pajamos (arba nuostoliai), gautos vietinių bankų, užsienio filialų, yra apmokestinamos JAV mokesčiais tais metais, kuriais jos yra gautos, o užsienio dukterinių firmų pajamos JAV mokesčiais apmokestinamos tik tuo atveju, kai tos firmos moka dividendus savo motininei JAV firmai. Dukterinė firma gali būti uždaryta, kai nuostolius patiria akcininkai, tuo tarpu firma gali veikti toliau; o filialas negali bankrutuoti ir palikti savo motininę firmą veikti.

TARPTAUTINĖS BANKININKYSTĖS REGULIAVIMAS IR KONKURENCIJA

Staigus užsienio bankų Jungtinėse Amerikos Valstijose įsigalėjimas per pastarąjį dešimtmetį atkreipė dėmesį į faktą, kad bankų įstatymai Jungtinėse Valstijose yra palankesni užsienio bankams negu vietiniams. Be to, tas staigus įsigalėjimas sukėlė susirūpinimą, kad užsienio valstybių įstatymai, taikomi tose šalyse JAV bankams, yra griežtesni negu analogiški JAV įstatymai, taikomi užsienio bankams — užsienio bankų reguliavimas abipusiškai nederinamas. Svarbiausias bankų reguliavimo JAV viduje bruožas yra reguliavimo tarnybų gausumas. Iškyla dilema: JAV įstatymai dėl užsienio bankų reguliavimo remiasi **abipusiškumo principu**, o JAV esančių užsienio bankų skyrių veiklos reguliavimas priklauso nuo šalies, kurioje yra įsikūrusi jų pagrindinė būstinė. Todėl Jungtinės Amerikos Valstijos linkusios taikyti tas pačias taisykles visiems Jungtinėse Valstijose veikiantiems bankams, nepaisydamos, kokiai šaliai jie priklauso, ir neatsižvelgdamos į tai, kokios taisyklės yra taikomos tose šalyse JAV bankams.

Užsieninės bankininkystės įsigalėjimas sąlygojo bankininkystės internacionalizavimą keliais būdais. JAV bankų filialai, įsteigti Londone JAV doleriais išreikštiems indėliams parduoti, gali tuo pačiu metu lengvai konkuruoti ir dėl indėlių Britanijos svarais. Panašiai ir užsieninis banko filialas Briuselyje gali lengvai priiminėti indėlius ir išduoti paskolas Belgijos frankais. Tie Briuselio filialai paskoloms teikti lėšų gali įsigyti leisdami indėlius Belgijos frankais arba skolindamiesi iš pagrindinių Belgijos bankų tarpbankinėje rinkoje; be to, jie gali leisti indėlius Belgijos frankais užsieninėje rinkoje arba leisti įvairiomis valiutomis išreikštus indėlius užsieninėje rinkoje ir po to konvertuoti lėšas į Belgijos frankus. Kadangi bankų sandėrių išlaidos užsienio valiutų keitimo rinkoje yra labai nedidelės, valiutos pasikeitimo išlaidos būtų nežymios[1]. Maždaug taip užsienio bankai, kurie norėtų padidinti savo JAV dolerines paskolas, galėtų gauti lėšų parduodami dolerinius indėlius užsieninėje rinkoje Londone.

[1] Žr. valiutos mainų aptarimą 29 skyriuje.

Didžiausia JAV bankų ekspansija į užsienį buvo 7 dešimtmetyje (antrojoje XIX amžiaus pusėje tik keletas JAV bankų turėjo užsienyje filialus, kiek daugiau jų įsteigta XX amžiaus 3 dešimtmetyje). Taip buvo dėl keleto priežasčių. Pirma, bankai negalėjo atsilikti nuo JAV firmų eksporto ekspansijos. Antra, bankai norėjo išvengti vidinių plėtotės apribojimų; tai ypač taikytina bankams, įsikūrusiems Niujorko mieste; valstijų ir federaliniai įstatymai draudė bankams steigti filialus už Niujorko ribų. Pagaliau daug JAV bankų perkėlė savo veiklą į užsienį norėdami dalyvauti užsieninėje pinigų rinkoje; jie ypač bijojo, kad indėliai nebūtų perkeliami į JAV bankų filialus ir užsienio bankus Londone bei kituose užsieniniuose finansų centruose, kuriuose palūkanų normos už dolerinius indėlius buvo mokamos didesnės negu bankai galėjo mokėti už vietinius dolerių indėlius. JAV bankų užsienio filialų pasiskirstymas rodo, kad bankai sekė paskui JAV firmų investicijas užsienyje. Čia yra dvi išlygos: JAV bankų yra mažiau negu investicijų tose šalyse, įskaitant Meksiką ir kitas silpnos ekonomikos šalis, kuriose jų steigimas yra ribojamas; JAV bankų yra daugiau negu investicijų Londone, Liuksemburge, Bahamų Salose ir kituose finansinių lengvatų rajonuose.

Daug JAV ir užsienio bankų steigia savo skyrius Londone, Liuksemburge, Bahamų Salose ir Singapūre ir dalyvauja užsieninėje JAV doleriais, Vokietijos markėmis ir Šveicarijos frankais išreikštų indėlių rinkoje. Steigti filialus dalyvauti užsieninėje rinkoje paprastai buvo pigiau ir pelningiau, negu steigti vietinius filialus konkuruoti dėl vietinių indėlių.

Didžiausia užsienio bankų ekspansija į Jungtines Amerikos Valstijas buvo 8 dešimtmetyje. Priežastys kelios. Pirma, neleisti vietinei valdžiai varžyti geografinio plėtimosi. Antra, buvo siekiama tiesiogiai dalyvauti vyraujančio tarptautinio finansų centro veikloje. Trečia, dalyvauti finansuojant tarptautinę prekybą tarp savo šalių ir Jungtinių Valstijų; kadangi prekyba vyko daugiausia JAV doleriais, užsienio bankų konkurencinė padėtis, kol jie neturėjo galimybės įsigyti JAV doleriais denominuotų lėšų, buvo prastesnė. Ketvirta, buvo siekiama aptarnauti tam tikras etnines rinkas Jungtinėse Valstijose, tiek išeivių verslo visuomenę, tiek imigrantus. Be to, firmos, įsikūrusios Vakarų Europoje, Japonijoje ir Kanadoje, didino investicijas Jungtinėse Valstijose, ir šiose šalyse įsikūrę bankai nenorėjo perleisti savo klientų JAV bankams.

Užsienio bankai, ruošdamiesi pradėti veiklą Jungtinėse Valstijose, turėjo priimti keletą esminių sprendimų. Pirma, kur steigti kontorą — Niujorke ar mažesniame JAV finansų centre; antra, veiklą pradėti steigiant naują įstaigą ar perkant jau esantį JAV banką; trečia, steigti filialą ar dukterinę firmą. Iš pradžių užsienio bankai Jungtinėse Amerikos Valstijose turėjo tam tikrų privalumų. Pirma, nors jiems nebuvo leidžiama steigti filialų už valstijos ribų, bet buvo galima kurti filialus vienoje valstijoje ir dukterinę firmą — kitoje (arba dukterines firmas keliose kitose valstijose). Antra, nebuvo reikalaujama, kad jų filialai JAV jungtųsi prie Federalinių rezervų, jie

neprivalėjo laikyti ir rezervų. Be to, kapitalo reikalavimai jiems buvo mažesni negu JAV bankams; iš tikrųjų užsienio bankų filialai Jungtinėse Valstijose neturėjo savo atskiro nuosavojo kapitalo.

1978 metų Tarptautinės bankininkystės aktas sumažino užsienio bankų konkurencinius pranašumus Jungtinėse Valstijose; jis ėmė traktuoti užsienio bankus taip pat, kaip ir JAV bankus; buvo nustatytas nacionalinio statuso principas. Visi užsienio bankai, veikiantys Jungtinėse Valstijose, dabar yra traktuojami taip pat, kaip ir JAV bankai, nepaisant to, kaip JAV bankai traktuojami tose užsienio šalyse (nacionalinio statuso principas pakeitė abipusiškumo principą). Kol užsienio bankai neprivalėjo jungtis prie Federalinių rezervų, iš jų buvo reikalaujama turėti tokius rezervus, kokius turi JAV bankai, jei jų indėlių vertė prašoka 1 milijardą dolerių. Užsienio bankų filialams JAV buvo suteikta galimybė įsigyti federalinių licencijų; anksčiau jie galėjo gauti tik valstijų licencijų. Tie užsienio bankų filialai, kurie priiminėjo indėlius iš JAV gyventojų, turėjo dalyvauti Federaliniame indėlių draudime. Užsienio bankai galėjo steigti Edžo akto* korporacijas, o JAV bankų Edžo akto korporacijų teisės buvo išplėstos[2]. Didžiųjų užsienio bankų filialai JAV dabar yra taip pat prižiūrimi, kaip ir JAV bankai, ir jiems keliami tokie pat reikalavimai.

Tarptautinės bankininkystės aktas sulėtins Jungtinėse Valstijose užsienio bankų įsigalėjimą. Bet jau dabar šių bankų yra daug, ir jie yra pakankamai dideli, todėl gali žymiai padidinti konkurenciją bankininkystėje, ypač paskolų JAV firmoms srityje bei mažmeninėse rinkose Niujorke ir Kalifornijoje. Kadangi užsienio bankai dabar privalo laikyti rezervus Federaliniuose rezervuose, JAV pinigų kontrolės efektyvumas yra padidėjęs.

UŽSIENINĖS BANKININKYSTĖS STIPRĖJIMAS

Spartus užsieninių indėlių JAV doleriais didėjimas 8 dešimtmetyje privertė susirūpinti dėl įtakos pasaulinei infliacijai, tarptautinės finansų sistemos stabilumo ir nacionalinės pinigų kontrolės efektyvumo. Vieni teigia, kad užsieninių indėlių doleriais padidėjimas sąlygojo infliacijos bangą, nes užsieniniams bankams nebuvo taikomi rezervų reikalavimai. Kiti nerimauja, kad užsieninė bankininkystė gali žlugti, kaip žlugo nemažai bankų Didžiosios depresijos metu; žlugimo modelis būtų toks, kaip kortų namelio griuvimas. Galėtų būti taip: vienas ar du prastokai valdomi bankai žlunga dėl neatsa-

* Edžo aktas (Edge Act) — 1919 m. priimtas įstatymas, kuris pirmą kartą leido JAV bankams kurti dukterines firmas bankinei veiklai užsienyje. — Red. past.

[2] Edžo akto korporacijas leidžiama steigti pagal Federalinių rezervų akto pataisas, kurios sumažina bankų tarptautinės prekybos ir investicijų finansavimo suvaržymus. JAV bankams, įsikūrusiems Čikagoje arba San Franciske, leidžiama steigti dukterinius bankus Niujorke ir ten verstis tarptautine finansine veikla. Ir Niujorko bankams leidžiama steigti dukterinius bankus kituose JAV miestuose.

kingai suteiktų paskolų rizikingiems skolininkams, ir tas žlugimas nulemia geriau valdomų bankų, iš kurių tie bankai buvo pasiskolinę, bankrotą. Trečia nuomonė: užsieninės rinkos plėtimasis sumažino pinigų kontrolės efektyvumą, nes JAV bankai, veikdami per savo užsienines įstaigas, galėjo išvengti Federalinių rezervų pinigų politikos reikalavimų.

Staigus užsieninių indėlių JAV doleriais didėjimas rodo investitorių reakciją į didesnes užsieninių indėlių palūkanų normas, palyginti su vietiniais indėliais. Šį palūkanų normų skirtumą paaiškina dvi aplinkybės. Pirma, kadangi užsienio bankai yra įsikūrę finansų centruose, kuriuose nereikalaujama rezervų, jų išlaidos yra mažesnės. Antroji aplinkybė: užsieniniams bankams netaikoma aukščiausia palūkanų normų leistinoji riba, taikoma indėliams vidaus rinkoje, taigi jie gali mokėti palūkanas už indėlius iki pareikalavimo. Abi šios aplinkybės rodo, kad užsieninė bankininkystė yra mažiau reguliuojama negu vidaus bankininkystė.

Užsieninių bankų iš esmės nereguliuoja tos šalies, kurioje jie yra įsikūrę, valdžia. Taigi Didžiosios Britanijos valdžios požiūriu, operacijos JAV doleriais, Vokietijos markėmis, Šveicarijos frankais ir kitomis užsienio valiutomis Londone nė kiek ne svarbesnės Didžiosios Britanijos ekonomikai, negu tos, kurios vyksta Liuksemburge arba Niujorke. Didžioji Britanija iš tų operacijų gauna naudos, nes taip ji eksportuoja daugiau banko paslaugų. Iš tikrųjų tokį dolerinių banko paslaugų, teikiamų Londone, mastą britai yra perėmę iš Niujorko arba kitų JAV miestų. Užimtumas bankininkystėje yra susijęs su spartesne šios šakos raida Londone negu Niujorke, Čikagoje arba Los Andžele.

Konkurencija dėl indėlių tarp užsieninių bankų reiškia, kad jie perkelia investitoriams arba indėlininkams daugumą (jei ne visas) sutaupytų išlaidų, susijusių su indėlių kūrimu užsieninėje rinkoje. Didžiausi konkurentai Londono užsieninėje rinkoje yra penkiasdešimt tarptautinių bankų — pagrindiniai kiekvienos pramoninės valstybės bankai; be to, dalyvauja dar trys šimtai bankų iš įvairių šalių. Konkurencija dėl šios užsieninės bankininkystės tarp įvairių teisinių sistemų, tokių, kaip Didžiosios Britanijos, Liuksemburgo, Bahamų Salų ir Singapūro, reiškia, kad kiekvienas bandymas reguliuoti užsienines operacijas gali paskatinti bankus pasitraukti į mažiau reguliuojamus užsienio centrus.

VIETINIŲ IR UŽSIENINIŲ BANKŲ PALŪKANŲ NORMOS

Kadangi bankai yra įsteigę skyrių užsieniniams indėliams pirkti, investitoriai turi naują potencialių aktyvų pasirinkimą; jie gali pasirinkti užsieninius indėlius ta pačia valiuta, kaip ir vietiniai indėliai, ir net tų pačių bankų,

kuriuose gali investuoti į vietinius indėlius, užsienio filialuose. Palūkanų normos už užsieninius indėlius JAV doleriais visada yra didesnės negu už tokius pat vietinius indėlius. Tokius atvejus, kai vietinių dolerinių indėlių savininkai, žinodami, kad už užsieninius indėlius mokamos didesnės palūkanos, net nepaisydami palūkanų pajamų atsisakymo išlaidų, vis tiek pageidauja turėti vietinių indėlių, reikėtų atskirai paaiškinti. Kai kurie investitoriai mano, kad užsieniniai indėliai susiję su papildoma rizika, kad šalis, kurioje indėliai yra išleidžiami, arba Jungtinės Valstijos gali imtis valiutos keitimo kontrolės, kuri gali repatrijuojant apsunkinti lėšų perkėlimą iš užsieninių bankų į vietinius bankus. Tokiems rizikos vengiantiems investitoriams papildoma palūkanų norma nėra esminis dalykas, palyginti kad ir su nedidele tokios kontrolės įvedimo galimybe.

Toks dolerinių užsieninių indėlių palūkanų normų, palyginti su tokio pat tipo vidinių indėlių palūkanų normomis, skirtumas atspindi tik dviejų rūšių išlaidų skirtumus; kiekvienam JAV bankui visai nesvarbu, ar turėti papildomų užsieninių, ar papildomų vietinių indėlių. Bankai, išduodami paskolas vietiniams skolininkams, gali naudotis užsieniniais indėliais, kaip ir vietiniais; nėra privalomo ryšio tarp to, kur bankas priima indėlius, ir to, kur jis skolina. Palūkanos, imamos iš skolininko už užsieninę paskolą, yra visiškai panašios į palūkanas, kurios būtų imamos iš to paties skolininko už vietinę paskolą; bankui nėra jokio stimulo imti mažesnes palūkanas už užsienines paskolas. O kiekvienas skolininkas suinteresuotas palyginti palūkanas, kurias jis turėtų mokėti už dolerines paskolas Niujorke, su panašių dolerinių paskolų palūkanomis Londone; kiekvienas suinteresuotas skolintis pigesniame centre.

Jeigu bankas yra apsisprendęs, kokio maksimalaus dydžio palūkanas jis gali mokėti už užsieninius dolerių indėlius, jam nėra sunku nustatyti didžiausią galimą palūkanų normą už užsieninius indėlius Vokietijos markėmis, Šveicarijos frankais ir kitomis valiutomis bei nuspręsti, ar nebūtų geriau, jei jis parduotų JAV doleriais išreikštus indėlius. Taigi JAV banko Londono filialas gali priimti indėlius markėmis, o tada, nusipirkęs JAV dolerių užsienio valiutos keitimo rinkoje, panaudoti gautas lėšas dolerinėms paskoloms teikti. Norėdamas sumažinti keitimo riziką arba iš viso jos išvengti, bankas gali pirktis Vokietijos markių sandėrių ateičiai rinkoje, tuo pačiu metu parduodamas Vokietijos markes nedelsiamųjų sandėrių rinkoje[3]. Jei bankas visiškai atlygina bet kokį užsienio valiutos keitimo išlaidų padidėjimą, palūkanų normų skirtumas už užsieninius indėlius įvairiomis valiutomis visiškai atspindėtų valiutos keitimo rizikos atlyginimo išlaidas, arba procentinį skirtumą tarp išankstinio keitimo kurso (nustatytos kainos už užsienio valiutą tam tikrą nustatytą dieną ateityje) ir nedelsiamojo keitimo

[3] Plačiau apie tai rašoma 28 skyriuje.

kurso (valiutos kainos šiandien). Kai kurie JAV bankai turi filialus Londone, Ciuriche, Liuksemburge ir Paryžiuje. Bet kuriuo metu JAV bankų filialai šiuose finansų centruose duoda iš esmės tokią pat palūkanų normą už JAV dolerių indėlius su tam tikru grąžinimo terminu. Londono filialas nėra ekonomiškai suinteresuotas mokėti didesnę palūkanų normą už JAV dolerių indėlius, negu Ciuricho filialo palūkanų normos, nes lėšos, gautos iš indėlių, bus naudojamos paskoloms Niujorke finansuoti. Jeigu investitoriai manytų, kad dolerių indėlių Ciuriche rizika didėja labiau negu dolerių indėlių Londone, jie perkeltų savo lėšas iš Ciuricho į Londoną. Tačiau palūkanų normos už Londone deponuotus dolerinius indėlius nesumažėtų, nes dolerių palūkanų norma Londone remiasi JAV doleriais išreikštų paskolų palūkanų normomis.

Kartais bankų filialai tam tikruose finansų centruose stengiasi pritraukti užsieninius indėlius, nes nori teikti paskolas šioje šalyje. Jeigu investitoriai sieja didesnę riziką su užsieniniais indėliais, deponuotais tam tikroje šalyje, sakysime, Italijoje, dėl to, kad valiutos keitimo kontrolės įvedimas tenai yra labiau tikėtinas, tada užsieniniai skyriai, įsikūrę Milane, už indėlius turėtų mokėti didesnes palūkanas negu Londone esantys užsieniniai skyriai. Bankai, kurie priima dolerinius indėlius Milane, naudoja lėšas dolerių paskoloms Italijos bankams teikti. Jei tų bankų mokamos palūkanų normos už dolerinius indėlius Milane nėra didesnės kaip palūkanų normos už dolerinius indėlius Londone, gali būti, kad jie nesugebės pritraukti nė vieno indėlio.

Kaip kai kurie užsieniniai finansų centrai, taip ir kai kurie bankai yra laikomi rizikingesniais. Kad pritrauktų užsieninius indėlius, rizikingesniais laikomieji bankai turi mokėti didesnes palūkanų normas. Rizikos vertinimo skirtumus lemia keli veiksniai: banko dydis, jo mokumas (pavyzdžiui, kapitalo ir aktyvų santykis), šalis, kurioje yra įsikūrusi motininė firma, ir bendras banko turimų užsieninių indėlių kiekis, palyginti su jo vidaus rinkos indėlių kiekiu. Investitoriai skirsto užsieninius bankus į tris arba keturias pagrindines grupes, taip jie grupuoja užsienines palūkanų normas (tai yra tas pats, kas ir įvairių firmų bei vyriausybių išleistų obligacijų grupavimas). Bet kuriuo metu bankų mokamos mažiausios ir didžiausios palūkanų normos skiriasi nuo mažiau negu 0,5 procento iki beveik 2 procentų.

Daug sparčiau už vietinius 8 dešimtmetyje didėjo užsieniniai indėliai dėl dviejų aplinkybių. Pirma, padidėjus palūkanų normoms, padidėjo suinteresuotumas perkelti investicijas į užsieninius indėlius, nes jiems netaikomi rezervų, neduodančių palūkanų, reikalavimai. Antra, sumažėjo su užsieniniais indėliais siejama rizika[4].

[4] JAV mokėjimų deficitas yra sukėlęs tokį žymų užsieninių indėlių padidėjimą, kad net užsienio centriniai bankai laiko dalį savo dolerių užsieniniuose bankuose. Bet jų sumos nėra didelės. Padidėjo ir Šveicarijos frankų bei Vokietijos markių užsieniniai indėliai, nors Vokietijos ir Šveicarijos mokėjimų balanso saldas buvo teigiamas.

Bankininkystės reguliavimas

Padaugėjus užsieninių indėlių, sumažėjo barjerų tarp valiutų teritorijų reikšmė, susikomplikavo pinigų politikos valdymas. Ir investitoriai, ir bankai dabar geriau supranta, kad galėtų gauti papildomų pajamų, galėdami laisvai perkelti lėšas per valiutų teritorijų sienas. Užsieninių indėlių didėjimas paskatino firmas labiau atsižvelgti į išlaidas ir riziką, susijusią su savo valiutos masto padidėjimu, nors dėl to žymiai ir nesumažėjo išlaidos arba rizika. Taigi dėl užsieninių bankų ekspansijos sumažėjo valiutos erdvės segmentacija bei nepriklausomos nacionalinės valiutos politikos galimybės.

Kadangi pagrindiniai užsieniniai bankai yra pagrindinių tarptautinių bankų filialai, susirūpinimas, kad jų žlugimas gali lemti bankų sistemos žlugimą, yra gerokai perdėtas. Dauguma užsieninių bankų nelinkę teikti rizikingesnių paskolų negu jų pagrindinės įstaigos. JAV bankų užsieninius filialus tikrina tos pačios JAV įstaigos, kurios tikrina ir filialus šalies viduje. Užsieninių skyrių indėlių savininkai nėra linkę prisiimti nuostolius net ir tuo atveju, kai tie skyriai būna suteikę nemažai nesėkmingų paskolų. Tų užsieninių skyrių mokumas remiasi jų pagrindinių įstaigų mokumu. Pagaliau Jungtinių Amerikos Valstijų ir kitų pramoninių šalių centriniai bankai yra susitarę, kad kiekvienas centrinis bankas yra atsakingas už užsieninių skyrių, priklausančių jų jurisdikcijai, likvidumo reikalavimų laikymąsi.

Užsieninių bankų privalumų mažinimas

Tie, kurie bijo, kad užsieninė bankininkystė gali paskatinti infliaciją, sumažinti centrinio banko vykdomą bankų sistemos kontrolę arba paprasčiausiai užleisti JAV bankininkystę kitų šalių piliečiams, yra pateikę keletą pasiūlymų. Tie įvairūs pasiūlymai rekomenduoja mažinti užsieniniams bankams teikiamus reguliavimo pranašumus. Vienas iš pasiūlymų rekomenduoja, kad rezervų reikalavimai būtų taikomi ir užsieniniams indėliams. Taigi tie reikalavimai turėtų būti taikomi visiems indėliams, padarytiems Londone. Bet tada investitoriai, reaguodami į tokią padėtį, perkeltų savo lėšas į kitus užsieninius centrus, kuriuose tie reikalavimai netaikomi. Kitas pasiūlymas: valiutos tvarkytojų rezervų reikalavimai galėtų būti taikomi užsieniniams bankų, įsikūrusių už jų jurisdikcijos ribų, skyriams kiekvienoje šalyje, pavyzdžiui, JAV valiutos tvarkymo institucijos galėtų išplėsti vietinius rezervų reikalavimus visiems JAV bankų užsieniniams skyriams. Maždaug taip Vokietijos valdžia galėtų išplėsti savo vidinius rezervų reikalavimus Vokietijos bankų užsieniniams skyriams. Užsieninių indėlių savininkai reaguotų į tai perkeldami savo lėšas į Didžiosios Britanijos, Prancūzijos ir Šveicarijos bankų užsieninius indėlius. Trečias pasiūlymas: mokėti rinkos palūka-

nų normas už centriniame banke komercinių bankų laikomus rezervus. Bet jeigu šis pasiūlymas būtų įdiegtas, sumažėtų centrinio banko pajamos, todėl sumažėtų ir mokesčiai jo savininkui — vyriausybei.

1980 metais Federaliniai rezervai leido JAV veikiantiems bankams steigti **tarptautinius bankų skyrius** (angl. International Banking Facilities) — įstaigas, galinčias leisti indėlius, kuriems netaikomas rezervų reikalavimas. Tokius indėlius įsigyti buvo leidžiama tik kitų valstybių piliečiams. Taigi nevietiniai gyventojai dabar gauna didesnes palūkanų normas už indėlius JAV doleriais Jungtinėse Valstijose negu JAV gyventojai; tai yra absurdas.

JAV valdžia susidūrė su problema. Ji privalo pasirinkti, ar mažinti galimybes JAV gyventojams įsigyti užsieninių indėlių, ar plėsti bankų vietinių operacijų eksportą. Didelių palūkanų normų ir mažų ryšių išlaidų laikotarpiu bankai ir jų klientai yra suradę, kaip lengvai ir pelningai išvengti mokesčių už vietinius indėlius taikomų rezervų reikalavimų. JAV valdžia pripažįsta, kad JAV finansų reguliavimo struktūra negali išlikti nepriklausoma nuo atitinkamų kitų šalių taisyklių; Jungtinės Valstijos negali išlaikyti savo žymiai aukštesnio negu užsienyje rezervų reikalavimų lygio.

Jeigu JAV gyventojams būtų buvę leista laikyti savo indėlius tarptautiniuose bankų skyriuose, daugelis būtų perkėlę savo lėšas iš užsieninių bankų Londone ir Ciuriche į tarptautinius bankų skyrius Niujorke, Čikagoje ir Los Andžele. Daugelio vietinių indėlių Mineapolyje, Solt Leik Sityje ir kituose JAV miestuose savininkai, kurie bijojo, kad gali būti įvesta Londono ir Ciuricho indėlių valiutos kontrolė, būtų perkėlę savo lėšas iš vietinių indėlių į tarptautinius bankų skyrius. Taigi galimas noras įsigyti tarptautinių bankų skyrių indėlių būtų reiškęs, kad Jungtinėse Amerikos Valstijose bankai savo veiklos rajonuose būtų norėję steigti tarptautinius bankų skyrius. Taip bankai būtų išvengę rezervų reikalavimų, ir tik mažesnei JAV dolerių indėlių daliai būtų taikomi rezervų reikalavimai. Žinoma, vien žioplumu arba nemokšiškumu būtų galima paaiškinti faktą, kai kas nors atsisako didesnių pajamų. Tai reikštų, kad Federalinių rezervų pastangos išlaikyti didelius rezervų reikalavimus vienai indėlių rūšiai ir iš esmės jokių rezervų reikalavimų netaikymas kitiems lygiai tokiems pat indėliams būtų sužlugdytas. Taigi laisvosios bankininkystės zonos Jungtinėse Amerikos Valstijose atskleidžia valiutos valdymo problemas pasaulyje, kuriame faktiškai tokiems pat indėliams yra taikomi skirtingi rezervų reikalavimai. Kadangi bankams, veikiantiems Jungtinėse Valstijose, taikomi rezervų reikalavimai yra didesni negu bankams, veikiantiems Londone ir kituose užsienio finansų centruose, tie skirtingi reikalavimai skatina lėšų eksportą.

Tarptautiniu mastu matyti, kad skirtingi nacionaliniai požiūriai į bankų reguliavimą gali sumažinti pinigų politikos efektyvumą. Keliais atvejais yra kitaip. Vietinės operacijos JAV yra reguliuojamos remiantis vienu pagrindu, užsieninės operacijos — kitu būdu. JAV bankų užsieninės operacijos yra reguliuojamos kitaip negu ne JAV bankų. Ir vietinės JAV bankų ope-

racijos, ir užsienio bankų operacijos šalyse, kuriose tie bankai yra įsikūrę, reguliuojamos skirtingai.

Klausimas, ar taisyklės yra palankesnės JAV, ar užsieniečių valdomiems bankams, kurie bankines paslaugas teikia JAV gyventojams, turėtų būti atskirtas nuo platesnių klausimų apie JAV pinigų politikos efektyvumą, palyginti su įvairių nacionalinių finansų taisyklių visuma. Skirtingos taisyklės turėjo įtakos įvairių bankų grupių konkurencinei padėčiai ir jų plėtros greičiui. Bankų paslaugas teikiančių įstaigų nuosavybės klausimas yra nepriklausomas nuo pinigų politikos įtakos. Bet yra viena išimtis. Kadangi užsieniečių valdomi bankai lengviau gali įsigyti lėšų savo vidaus rinkų skyriuose, jie lengviau sugeba užbėgti už akių JAV pinigų politikos pasikeitimų įtakai negu JAV bankai. Šio skirtumo svarba yra empirinė. Juk nereikia nė įrodinėti — šis argumentas atrodo daug svarbesnis mažai šaliai negu Jungtinėms Amerikos Valstijoms.

Dabar JAV pinigų kontrolė silpnėja, nes rezervų reikalavimai skirtingi ir nėra pakankamų ryšių tarp užsieninių ir vietinių dolerinių indėlių didėjimo. Pinigų kiekio mažėjimo laikotarpiais, kai didėja palūkanų normos ir privalomųjų rezervų faktinės palūkanų išlaidos, JAV bankų dalis dolerių indėlių rinkoje ima mažėti. Kad būtų ištaisyta ši JAV bankams nenaudinga padėtis, turi būti arba sumažinti vidiniai rezervų reikalavimai ir taip sumažinti arba panaikinti finansiniai užsieninių indėlių pranašumai, arba už privalomuosius rezervus turi būti mokamos palūkanos. Tokių pakeitimų argumentavimas rodo, kad JAV reguliavimo įstaigos negali veikti nepriklausomai nuo kitų valstybių reguliavimo; griežtesnės taisyklės sąlygoja JAV finansų operacijų eksportą.

SANTRAUKA

1. Per paskutinius du dešimtmečius komercinė bankininkystė tapo labiau internacionalizuota, nes JAV, Vakarų Europos ir Japonijos bankai įsteigė kitose šalyse savo filialų sistemas.
2. Tarptautinės bankininkystės stiprėjimas sąlygojo užsieninės bankininkystės paplitimą — įsteigta bankų skyrių, veikiančių įvairiuose finansų centruose ir priimančių indėlius kita, o ne tos šalies, kur jie veikia, valiuta. Taigi bankai Londone, įskaitant JAV bankų filialus, priima indėlius JAV doleriais, Vokietijos markėmis, Šveicarijos frankais ar kitomis valiutomis.
3. Užsieniniai JAV dolerių indėliai didėjo žymiai sparčiau negu vietiniai dolerių indėliai (net pakeitus taisykles, skirtas tarpbankinių indėlių didėjimui skatinti); todėl dolerių pinigų rinkos pasiūlos didėjimas sulėtėjo.
4. Smarkiai padidėjus palūkanų normoms, dėl spartaus užsieninių indėlių didėjimo 8 dešimtmetyje, kaip ir spartaus pinigų rinkos fondų augimo, padidėjo privalomųjų rezervų išlaidos.
5. Užsieninių JAV doleriais ir kitomis valiutomis išreikštų indėlių didėjimas lėmė nacionalinių pinigų rinkų integraciją. Mat bankai gali priimti indėlius, išreikš-

tus viena valiuta, konvertuoti lėšas į kurią nors kitą valiutą, tą, kuria nori teikti paskolą, ir padengti valiutos keitimo riziką, sudarydami valiutos keitimo sutartį ateičiai.

6. Reguliavimo pakeitimai, leidę JAV bankams steigti tarptautinius bankų skyrius, sumažino svarbiausią paskatą nevietiniams gyventojams įsigyti užsieninių dolerinių indėlių. JAV gyventojai įsigyja užsieninius JAV dolerių indėlius tol, kol jie duoda didesnį pelną negu vietiniai indėliai.

PAGRINDINIAI TERMINAI

eurodolerių rinka	Eurodollar market
užsieniniai indėliai	offshore deposits
1978 metų Tarptautinės bankininkystės aktas	International Banking Act of 1978
nacionalinio statuso principas	principle of national treatment
tarptautiniai bankų skyriai	International Banking Facilities (IBFs)

KLAUSIMAI IR UŽDUOTYS

1. Aptarkite sąlygas, reikalingas išorinei valiutų rinkai stiprėti. Kodėl užsieninių indėlių palūkanų normos yra didesnės už panašaus tipo vidaus indėlių palūkanų normas? Kokia yra aukščiausia šio skirtumo riba? Kodėl atsiranda žmonių, investuojančių į vidaus indėlius, jei ta pačia valiuta išreikštų išorinių indėlių palūkanų normos yra didesnės nei vidaus indėlių?
2. Kodėl užsieninės dolerinių indėlių rinkos augimas sumažina Federalinių rezervų pinigų kontrolės efektyvumą?
3. Ar įmanoma, ar tikėtina, kad finansinis žlugimas, arba nelaimė, gali sunaikinti užsieninės bankininkystės sistemą? Ar gali būti vietinė bankų sistema nepriklausoma?
4. Aptarkite būdus, kaip užsieniniai doleriniai indėliai augdami padėjo stiprėti užsienio bankų filialams Jungtinėse Amerikos Valstijose.

LITERATŪRA

Norman Fieleke. Key Issues in International Banking. Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 1977. Konferencijos leidinys su gerais paaiškinimais.

Jane Sneddon Little. Eurodollars. New York, Harper & Row, 1975. Užsieninės pinigų rinkos dalyvių apžvalga.

United States, Congress, House, Committee on Banking, Currency, and Housing. International Banking. Washington, D. C., Government Printing Office, 1976. Išsami tarptautinės bankininkystės apžvalga; pateikta 1978 metų Tarptautinės bankininkystės akto pagrindai.

8
SKYRIUS

Centrinio banko veikla

Ankstesniuose skyriuose susipažinome su pinigais, kapitalo rinkomis, palūkanų normomis, indėlių įstaigomis ir tarptautine bankininkyste, taigi finansų sistemos sudėtis yra beveik aiški. Praleistas tik vienas žaidėjas — centrinis bankas. Šiame skyriuje trumpai aptarsime savo centrinį banką — Federalinę rezervų sistemą. Prieš tai turėtume šiek tiek pasidomėti, kas yra centriniai bankai išsivysčiusiose nekomunistinėse šalyse.

CENTRINIS BANKAS. BENDRIEJI BRUOŽAI

Nors taip ir vadinami, centriniai bankai nėra bankai ta prasme, kaip komerciniai bankai. Tai yra vyriausybinės įstaigos, nesirūpinančios savo pelno maksimizavimu; jų tikslas — rūpintis visa ekonomika, pavyzdžiui, užkirsti kelią komercinių bankų bankrotams, stabdyti nedarbo didėjimą ir panašiai. Centriniai bankai, nors formaliai būtų ir privačių akcininkų nuosavybė, atlieka vyriausybės funkcijas, taigi yra vyriausybės dalis.

Centrinių bankų kilmė

Centriniai bankai išsirutuliojo dviem būdais. Vienas iš tų būdų — lėtas evoliucijos procesas. Pirmutinis tokio banko pavyzdys būtų Anglijos bankas. Jis pradėjo veiklą kaip komercinis bankas, bet per ilgą laiką labai sustiprėjo, prisiėmė atsakomybę ir pamažu tapo centriniu banku. Sunku pasakyti, kada jis šiame evoliucijos procese nustojo buvęs komerciniu ir tapo centriniu banku. Kitaip negu Anglijos bankas, daugelis centrinių bankų ne išsirutuliojo evoliucijos būdu, bet, kaip Federalinė rezervų sistema, gavo centrinio banko funkcijas nuo pat pradžių. Tokie centriniai bankai iš tikrųjų nuo pat pradžių yra valdomi vyriausybės, nors gali, kaip ir Federalinė rezervų sistema, turėti ir privačių akcininkų. Kai bankas veikia kaip centri-

nis bankas, tai yra savo veiksmus nustato labiau remdamasis visuomenės, o ne akcininkų interesais, jis veikia kaip visuomeninė institucija net ir tada, kai akcininkai formaliai renka visus jo aukštuosius pareigūnus.

Centrinio banko tikslai ir funkcijos

Dvi svarbiausios centrinio banko funkcijos yra pinigų kiekio ir palūkanų normos kontrolė; tikslas — užkirsti kelią didelio masto bankų bankrotams. Be šių, jie turi dar ir įprastinių funkcijų.

Centriniai bankai veikia ir kaip vyriausybių patarėjai, ypač tarptautinių finansų klausimais. Kad tą sugebėtų atlikti, centriniai bankai turi daug darbuotojų, dirbančių tiriamąjį darbą.

Pinigų pasiūlos kontrolė. XIX amžiaus britų ekonomistas ir žurnalistas finansų klausimais Volteris Badžetas (Walter Bagehot) rašė: „Pinigai savęs nevaldo". Kiekvienas komercinis bankas, įsigijęs rezervų, didina indėlius ir, jeigu nebūtų tam tikro kontrolės mechanizmo, rezervų apimtis, indėliai ir pagaliau pinigų kiekis galėtų didėti be galo. Vienas iš indėlių didėjimo kontrolės būdų yra reikalavimas, kad bankai būtų pajėgūs padengti priimtus indėlius kokiomis nors vertybėmis, pavyzdžiui, auksu. Antras būdas yra įkurti centrinį banką, kuris būtų atsakingas už rezervų laikymą ir indėlių bei pinigų pasiūlos priimtiną augimą. Tai nereiškia, kad centriniai bankai visada sėkmingai nustato teisingą pinigų kiekio didėjimo normą. Federalinių rezervų politikos istorija, aptariama 25 skyriuje, palieka atvirą klausimą, ar iš viso Federalinė rezervų sistema padarė daugiau gero ar blogo.

Bankų bankrotų kontrolė. Vienas pinigų pasiūlos kontrolės tikslų yra apsisaugoti nuo bankų bankrotų, ypač jei yra palyginti daug mažų bankų. Tai nereiškia, kad centriniai bankai yra užkirtę kelią daugybei buvusių bankų bankrotų: nėra abejonės, kad FRS to nepadarė 4 dešimtmetyje. Bet centrinis bankas privalo veikti kaip **paskutinis skolintojas kritiniu atveju** (paskutinis kreditorius), tai yra kaip institucija, galinti ir norinti teikti bankams paskolas krizės metu, kai kiti bankai negali arba nenori to daryti. Centrinis bankas sugeba teikti paskolas tokiu metu (kaip pamatysime 11 skyriuje), nes jis turi galimybę sukaupti rezervus. Jungtinėse Amerikos Valstijose gynybos nuo bankų bankrotų galimybę, žinoma, turi Federalinė indėlių draudimo korporacija, bet Federalinė rezervų sistema paremia FIDK, veikdama kaip paskutinis skolintojas kritiniu atveju. Jeigu bankas yra ant bankroto ribos, FRS gali jam sutcikti paskolą, kad palaikytų jo veiklą tol, kol FIDK galės prijungti jį prie kito banko arba kitaip išspręsti jo likimą.

Veikti kaip paskutiniam skolintojui kritiniu atveju yra labai svarbi centrinio banko funkcija. Tą labai lengva pamiršti, nes potenciali finansinė panika kyla labai retai. Taigi kai kas nors stebi kasdieninę centrinio banko

veiklą, jo, kaip paskutinio skolintojo kritiniu atveju, funkcija atrodo nelabai svarbi. Bet tą patį galima pasakyti ir apie ugniagesius! Todėl neužmirškime, kad nors paprastai centrinis bankas ir neveikia kaip paskutinis skolintojas kritiniu atveju, jis privalo būti visada pasiruošęs tą daryti, net jei jam tektų laikinai atsisakyti kitų tikslų, pavyzdžiui, kovos su infliacija.

Įprastinės funkcijos. Viena iš įprastinių centrinio banko funkcijų yra teikti komerciniams bankams paslaugas. Taigi jis, laikydamas didžiąją komercinių bankų rezervų dalį, veikia kaip bankininkų bankas. Tie rezervai fiziškai neegzistuoja; tai yra tik įrašai centrinio banko balanso pasyvų pusėje. Kadangi centrinis bankas laiko komercinių bankų rezervus, jis dažnai atlieka bankų čekių kliringą.

Be paslaugų komerciniams bankams, centrinis bankas teikia daug paslaugų vyriausybei. Taigi jis veikia kaip vyriausybės bankas. Vyriausybė turi sąskaitą centriniame banke, išrašinėja tai sąskaitai čekius, o kai kuriose šalyse per centrinį banką pardavinėja ir savo vertybinius popierius.

Kita paslaugų vyriausybei grupė atsiranda iš glaudžių centrinio banko ryšių su komerciniais bankais. Centrinis bankas paprastai atlieka tam tikrą komercinių bankų kontrolę. Pavyzdžiui, FRS kontroliuoja bankų susijungimus ir tikrina bankus FRS narius.

Kai kuriose, paprastai silpnos ekonomikos šalyse centrinis bankas teikia paskolas iždui. Beje, nemažai centrinių bankų — pirmutinis pavyzdys vėl būtų Anglijos bankas — pradėjo savo veiklą kaip komerciniai bankai, teikdami paskolas vyriausybei ir naudodamiesi tam tikromis privilegijomis. Bet kai centrinis bankas teikia paskolas iždui, gali kilti infliacija, nes centrinis bankas tuo atveju leidžia naujus pinigus, o pinigų pasiūlos padidėjimas dažnai ir sąlygoja infliaciją. Kad taip neatsitiktų, Jungtinėse Amerikos Valstijose Federalinei rezervų sistemai neleidžiama tiesiogiai skolinti Iždui. Žinoma, ko neleidžiama daryti atvirai, gali būti padaryta netiesiogiai, pasinaudojant visuomene kaip tarpininku: Iždas parduoda vertybinius popierius gyventojams, o FRS tiek pat vyriausybės vertybinių popierių iš gyventojų superka.

Kita centrinio banko funkcija yra leisti valiutą. Daugelyje šalių visi apyvartoje esantys valiutos banknotai yra išleisti centrinio banko. Bet kartais ir iždas leidžia kai kuriuos banknotus.

Kiti centrinio banko veiklos aspektai

Prieš baigiant apžvelgti centrinių bankų veiklą, dar reikėtų aptarti du dalykus: centrinio banko ryšius su likusia vyriausybės dalimi ir jo sugebėjimą kurti rezervus.

Centrinio banko ir vyriausybės ryšiai yra kompleksiški. Nors centrinis bankas yra vyriausybės dalis, tam tikrais aspektais jis skiriasi nuo likusios

jos dalies. Paprastai centriniai bankai yra daug labiau nepriklausomi nuo vyriausybės, negu tokios vyriausybinės institucijos, kaip iždo departamentas.

Centriniai bankai turi galią kurti rezervus. Nors centrinis bankas privalo turėti aukso, sakykime, dvidešimt centų nuo kiekvieno išleisto banknoto arba indėlio, komerciniams bankams jis gali sukurti tiek rezervų, kiek nori. Juk rezervai susideda ne vien iš valiutos, bet ir tik iš keleto įrašų centrinio banko sąskaitose. Taigi jeigu centrinis bankas nori, kad bankai turėtų daugiau rezervų, jam pakanka pirkti iš jų vertybinius popierius ir mokėti už juos padidinant sąskaitose jų rezervus.

OFICIALI FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS STRUKTŪRA

Daugumoje kitų išsivysčiusių šalių centriniai bankai buvo daug anksčiau, o Jungtinės Amerikos Valstijos savo Federalinę rezervų sistemą įsteigė tik 1913 metais. Iki tol Iždas vykdė kai kurias bevcik centrinio banko funkcijas, bet tik elementariausias. Viena priežastis, kodėl Jungtinės Valstijos nebuvo įsteigusios centrinio banko, buvo amerikiečių tradicinė sutelktos finansinės galios baimė. Populistai baiminosi, kad centriniame banke viešpataus didieji bankai, kurie naudosis juo kaip savo monopolistinės kontrolės įrankiu, arba paprasčiau — juo naudodamasis, įsigalės Volstrytas. Antra vertus, konservatoriai buvo susirūpinę, kad centriniame banke viešpataus politikai, kuriems terūpi skolininkų interesai, kurie naudosis juo infliacinei politikai įvesti.

Tie, kurie buvo už centrinio banko įkūrimą, įrodinėjo, kad bankų bankrotų bangos yra retkarčiais užplūstančių JAV ekonomiką finansų krizių rezultatas. Kitos šalys, teigė jie, išvengė tokių problemų, nes turėjo centrinius bankus. Be to, be centrinio banko čekių kliringas buvo sunkus ir lėtas.

1907 metais įvyko keletas didelių finansų krizių, ir tai galutinai paskatino kurti centrinį banką. Bet net ir po to praėjo dar šeši metai, kol prezidentas Vilsonas 1913 metų gruodžio mėnesį pasirašė Federalinių rezervų aktą.

Federalinių rezervų aktas buvo gerai parengtas kompromisas, kuriuo buvo bandoma išsklaidyti ir populistų, ir konservatorių būgštavimus, gerai suplanuojant čekių ir likučių sistemą. Užuot steigus vieną centrinį banką, pagal aktą buvo įkurta dvylika federalinių rezervų bankų įvairiose šalies dalyse. Vašingtone įsteigta Federalinių rezervų taryba, kuri turi tuos bankus koordinuoti ir vykdyti tam tikrą jų priežiūrą. Taigi galia buvo geografiškai išsklaidyta, o vėliau padalyta tarp federalinių rezervų bankų. Šie bankai buvo tarpininkai tarp savo regiono bankininkų, pačių bankų ir prezidento paskirtos Federalinių rezervų tarybos. Iš pradžių buvo nelengva suprasti, ar tai buvo sistema su vienu centriniu banku, turinčiu dvylika filialų, ar dvy-

likos susijusių centrinių bankų sistema. Keletą metų nebuvo aišku ir tai, kas įtakingesnis: Niujorko federalinis rezervų bankas (didžiausias iš dvylikos rezervų bankų) ar Federalinių rezervų taryba.

Įkurtos Federalinės rezervų sistemos pirmutinis tikslas buvo surinkti bankų FRS narių rezervus. Iš surinktų rezervų buvo tikimasi teikti paskolas bankams, kuriems tų rezervų trūksta. Kadangi tai buvo bendri bankų FRS narių rezervai, juos buvo galima mobilizuoti tada, kada labiausiai reikia. Mokių bankų daugiau nebežlugdė kitų bankų bankrotai, nes kiti bankai turėjo didžiulius tuo metu jiems nereikalingus rezervus, iš kurių buvo galima pasiskolinti.

Bet didelės Federalinės rezervų sistemos kūrėjų viltys nepasiteisino. 4 dešimtmetyje FRS aiškiai nepakankamai pasirūpino, kad patenkintų rezervų paklausą, ir Jungtinės Amerikos Valstijos patyrė skaudžiausias finansines krizes ir daugiausia bankų bankrotų per visą savo istoriją. Daugiausia ta patirtis nulėmė, kad dabartinė FRS gerokai skiriasi nuo tos, kuri buvo įkurta 1913 metais. Ji buvo pakeista pagal du svarbius 1935 ir 1980 metų įstatymus; pakeitė ją ir evoliucija — pamažu buvo pertvarkoma jos vidinis funkcionavimas, bet be didelių pakeitimų išsaugotas statusas. Taigi 1935 metų Bankininkystės aktu centralizuota Valdytojų tarybos valdžia, sumažinta Federalinių rezervų bankų galia. FRS pasidarė mažiau priklausoma ir nuo prezidento, nes buvo panaikintas punktas, kad Iždo sekretorių ir valiutos kontrolierių (abu yra skiriami prezidento) skiria Federalinių rezervų taryba, dabar pavadinta Valdytojų taryba. 1980 metų įstatymas panaikino svarbiausią skirtumą tarp bankų FRS narių ir kitų bankų, nes ėmė reikalauti, kad visi bankai (kaip ir taupomosios organizacijos, turinčios čekinių indėlių) laikytųsi tų pačių rezervų reikalavimų, nepriklausomai nuo narystės Federalinių rezervų sistemoje.

Dabar panagrinėsime Federalinę rezervų sistemą tokią, kokia ji yra šiuo metu.

Federaliniai rezervų bankai

Dvylikos federalinių rezervų bankų bei jų filialų išsidėstymas parodytas 8.1 schemoje. Įvairių federalinių rezervų bankų aktyvai pagal dydį toli gražu nėra vienodi. Daugiau negu pusę visų aktyvų valdo trys bankai: Niujorko, Čikagos ir San Francisko. Vien Niujorko banko aktyvai sudaro apie 30 procentų visų federalinių rezervų aktyvų. Ne vien dėl savo dydžio Niujorko bankas yra „pirmasis tarp lygių“ — jo buvimo vieta patogi tiesioginiams kontaktams su pagrindine šalies pinigų rinka. Taigi šis bankas visos federalinių rezervų sistemos vardu atlieka visus vertybinių popierių pirkimus ir pardavimus. Be to, jis yra Federalinės rezervų sistemos įstaiga, nors ir ne visada, bet daugeliu atvejų palaikanti kontaktus su užsienio centriniais bankais ir tarptautinėmis institucijomis.

Kiekvieną iš šių federalinių rezervų bankų kontroliuoja taryba, sudaryta iš devynių ne visą darbo dieną dirbančių direktorių. Trys iš tų direktorių, vadinamųjų A klasės direktorių, yra renkami bankų FRS narių; jie ir patys yra bankininkai. Bankai FRS nariai dar renka tris B klasės direktorius, kurie patys gali ir nebūti bankų pareigūnai ar tarnautojai. Kad nedominuotų kuri nors viena bankų grupė, bankai FRS nariai yra padalyti į didelių, vidutinių ir smulkių bankų grupes. Tos grupės balsuoja už vieną iš B klasės direktorių. Bet iš tikrųjų nei A, nei B klasės direktoriai nėra renkami tiesiogine to žodžio reikšme, nes per kiekvienus rinkimus paprastai būna tik vienas kandidatas. Dažniausiai vienintelį kandidatą B klasės direktoriaus rinkimams, taip pat dažnai ir vienintelį kandidatą A klasės direktoriaus rinkimams rekomenduoja federalinio rezervų banko prezidentas.

Pagaliau yra trys C klasės direktoriai. Jie nėra renkami bankų FRS narių. Juos skiria Valdytojų taryba. Jie atstovauja ne tik bankų ir jų skolininkų, bet ir platesniems visuomenės interesams. Vienas iš C klasės direktorių tampa tarybos pirmininku, kitas — vicepirmininku.

Kartais yra sakoma, kad bankai FRS nariai renka daugumą federalinių rezervų bankų direktorių, bet taip nėra. Atsižvelgiant į faktą, kad, be paskirtų C klasės direktorių, banko prezidentas dažnai faktiškai skiria B klasės direktorius ir gana dažnai net A klasės direktorius, būtų teisingiau sakyti, kad iš tikrųjų daugumą direktorių parenka Federalinė rezervų sistema.

Aiškindami direktorių klases, mes nesakome, kad kuri nors iš klasių atstovauja tam tikrai grupei, nes iš visų direktorių tikimasi, kad jie atstovaus visuomenės interesams. Visuomenės interesai, žinoma, yra tas pats, kaip tas legendinis dramblys, apibūdinamas aklo žmogaus. Aplinka ir patyrimas veikia visuomenės interesų įvaizdį.

Yra daug nusiskundimų, kad direktoriai yra parenkami iš privilegijuotųjų grupės ir kad ligi šiol moterys bei socialinių mažumų grupės, kaip ir darbininkai bei vartotojai, faktiškai nėra atstovaujami parenkant net C klasės direktorius. Iš dalies taip yra dėl to, kad pagrindinė direktorių pareiga yra ne varyti pinigų politiką, o padėti banko prezidentui tvarkyti administracinius banko reikalus, tai yra reikalus, kuriuose išrinktųjų sukaupta patirtis yra jų neginčytinas privalumas. Žinoma, priekaištas, kad direktoriai neatstovauja visiems visuomenės sluoksniams, nėra visiškai nepagrįstas. Dalyvaudami renkant banko prezidentą ir jam arba jai pateikdami savo nuomonę dėl vykdomos politikos, kurią, tiesa, banko prezidentas gali ir ignoruoti, direktoriai turi labai ribotą įtaką vykdomai politikai.

Vyriausiasis banko vykdomasis pareigūnas kiekviename federaliniame rezervų banke yra federalinio rezervų banko prezidentas. Jį arba ją pasirenka direktoriai, o tvirtina Valdytojų taryba. Pastaraisiais metais jį arba ją dažnai direktoriams ir rekomenduoja Valdytojų taryba. Dauguma iš neseniai paskirtų prezidentų, skirtingai nuo daugumos direktorių, yra profesionalūs ekonomistai.

8.1 schema. **Federalinių rezervų bankų bei jų filialų išsidėstymas.** Šalis padalyta į dvylika federalinių rezervų rajonų. Aliaska ir Havajai yra dvyliktajame rajone

——— Federalinių rezervų rajonų ribos

– – – – Federalinių rezervų filialų teritorijų ribos

♦ Federalinių rezervų sistemos Valdytojų taryba

● Miestai, kuriuose yra federaliniai rezervų bankai

▲ Miestai, kuriuose yra federalinių rezervų bankų filialai

■ Federalinių rezervų bankų aptarnavimo centras

Federaliniai rezervų bankai tikrina bankus FRS narius, tvirtina kai kuriuos bankų susijungimo prašymus arba jų netvirtina, vykdo čekių kliringą, išima iš apyvartos susidėvėjusią valiutą. Be pagrindinių funkcijų, federaliniai rezervų bankai turi ir politikos funkcijų. Kiekvienas federalinis rezervų bankas nustato **diskonto normą**, tai yra palūkanų normą, kurią federalinis rezervų bankas savo rajone ima už paskolas bankams ir kitoms indėlių įstaigoms. Bet ši norma turi būti patvirtinta Valdytojų tarybos. Todėl Valdytojų taryba, turėdama galią tvirtinti arba netvirtinti esamą diskonto nor-

mą, gali paveikti federalinį rezervų banką, kad šis pakeistų dabartinę diskonto normą. Realiai federaliniai rezervų bankai gali tik patarti, kokia diskonto norma turėtų būti, ir pristabdyti diskonto normos pakeitimą ne ilgiau kaip dvi savaites. Kiekvienas federalinis rezervų bankas sprendžia, kuriam bankui leisti skolintis, tai yra, remdamasis visiems federaliniams rezervų bankams bendromis taisyklėmis, gavęs iš banko ar kitos indėlių įstaigos paskolos prašymą, konkrečiai sprendžia savo rajone. Svarbesnis federalinių rezervų bankų politikos vaidmuo (tą mes paaiškinsime vėliau) yra dalyvauti Federaliniame atvirosios rinkos komitete.

Dar viena federalinių rezervų bankų funkcija yra palaikyti Federalinės rezervų sistemos vietinius ryšius. Dauguma statistikos duomenų ateina pavėlavę. O kalbėdami su vietiniais verslo valdytojais, rezervų bankų direktoriai ir prezidentai girdi būsimosios ekonomikos raidos prognozes. Pavyzdžiui, didelės korporacijos vadovas gali sakyti, kad jis planuoja mažinti gamybos mastą ir darbuotojų skaičių. Federaliniai rezervų bankai praneša tokią informaciją visiems Federalinės rezervų sistemos politikos vadovams. Dar viena federalinių rezervų bankų funkcija yra tirti pinigų politikos bankininkystės problemas. Federaliniai rezervų bankai turi nemažai ekonomistų, nagrinėjančių šias problemas. (Federaliniai rezervų bankai leidžia kai kuriuos tyrimų rezultatus savo „Apžvalgose", kurias galima gauti nemokamai. Šio skyriaus pabaigoje rasite adresus, kuriais parašius, galima užsisakyti nemokamą šių „Apžvalgų" prenumeratą.)

Kita svarbi federalinių rezervų bankų funkcija yra paaiškinti ir pagrįsti vietinei verslo bendruomenei FRS veiksmus, taip parūpinant Federalinių rezervų sistemai politinę paramą. Federalinei rezervų sistemai tokios politinės paramos reikia tam, kad ji galėtų kovoti su kai kurių Kongreso narių, o kartais ir Baltųjų rūmų spaudimu. Kaip ir kitos agentūros, nuo kurių priklauso politika, FRS privalo veikti kaip politinė institucija.

Valdytojų taryba

Federalinės rezervų sistemos viršūnė yra **Valdytojų taryba** (kartais vadinama Federalinių rezervų taryba), įsikūrusi Vašingtone. Septynis valdytojus skiria Jungtinių Amerikos Valstijų prezidentas, jei Senatas pataria ir tvirtina. Jie gali būti ir atleisti iš pareigų „dėl ypatingos priežasties", bet to dar niekada nėra buvę. Visa kadencija yra keturiolika metų, o visą šį laiką ištarnavę valdytojai nebegali būti vėl skiriami. Tai neskatina jų siekti prezidento palankumo arba baimintis jo nemalonės. Geriausiu atveju visi valdytojai turėtų ištarnauti visą keturiolikos metų laikotarpį, kuriam yra paskirti. Tada į Tarybą kas ketveri metai būtų tik po dvi laisvas vietas, ir prezidentas per savo valdymo metus negalėtų daryti didelės įtakos Tarybai. Bet pirmininko kadencija, kitaip negu Tarybos nario, yra tik ketveri metai,

taigi kiekvienas prezidentas gali paskirti savo pirmininką. Tai rodo, kad Federalinė rezervų sistema yra sukūrusi derinimo ir balansavimo sistemą.

Žinoma, ne viskas čia sklandu. Tarybos nariai kartais dėl amžiaus, kartais dėl finansinių priežasčių atsistatydina nesuėjus keturiolikos metų laikotarpiui. 1970–1989 metų laikotarpiu iš dvidešimt trijų Tarybą palikusių valdytojų tik devyni buvo ištarnavę septynerius metus. Todėl paprastai daugiau negu dvi laisvos į Tarybą vietos atsirasdavo per vieno prezidento valdymo laikotarpį. Pavyzdžiui, per tris pirmuosius prezidento Karterio (Carter) valdymo metus į Tarybą buvo atsiradusios keturios laisvos vietos. Be to, kai valdytojas atsistatydina, prezidentas paprastai skiria ką nors likusiam buvusio valdytojo kadencijos laikui. Tai reiškia ne tik tai, kad dauguma valdytojų turi trumpesnę negu keturiolikos metų kadenciją, bet ir tai, kad tie naujai paskirti likusiam buvusio valdytojo kadencijos laikui valdytojai vėliau gali siekti, kad būtų vėl paskirti, dabar jau savo keturiolikos metų laikotarpiui, taip įgydami galimybę siekti prezidento palankumo. Dauguma Tarybos narių yra profesionalūs ekonomistai.

Valdytojų taryba varo pinigų politiką. Ji kontroliuoja diskonto normą ir tam tikru mastu gali keisti rezervų reikalavimus. Kartu su kitais Federalinio atvirosios rinkos komiteto nariais ji kontroliuoja svarbiausias pinigų politikos priemones — atvirosios rinkos operacijas. Be to, jos pirmininkas yra vienas iš pagrindinių prezidento ir Kongreso ekonomikos patarėjų. Valdytojai kartais atstovauja Jungtinėms Amerikos Valstijoms derybose su užsienio šalių centriniais bankais bei vyriausybėmis. Be viso to, pirmininkai dažnai pateikia savo nuomonę apie iždo politiką ir kitus ekonomikos klausimus, darydami pareiškimus Kongresui ir visuomenei. Taryba turi daug kompetentingų ekonomistų, padedančių šiame darbe.

Nors svarbiausia Tarybos užduotis yra nustatyti pinigų politiką, daug savo laiko ji praleidžia bankų reguliavimo problemoms spręsti. Pavyzdžiui, ji peržiūri daug prašymų išduoti leidimą bankams jungtis ir nustato leidžiamas nebankinės veiklos sritis bankų holdingo bendrovėms. Be to, ji prižiūri, kaip vykdomi įstatymai, draudžiantys diskriminuoti bei skelbti neteisingus duomenis skolinant. Šiose srityse Valdytojų tarybos veikla išsiplečia nuo bankininkystės kontrolės iki bendros kreditų kontrolės. Kadangi Federalinė rezervų sistema turi efektyvios agentūros reputaciją, jai tenka atlikti daug papildomų užduočių. Ji prižiūri federalinius rezervų bankus, šie privalo pateikti savo biudžetus Tarybai tvirtinti.

Federalinis atvirosios rinkos komitetas

Svarbiausia vieta, kur nustatoma Federalinės rezervų sistemos politika, yra **Federalinis atvirosios rinkos komitetas** (FARK). Šį komitetą sudaro septyni Valdytojų tarybos, kurios pirmininkas pirmininkauja ir FARK, nariai ir

penkių federalinių rezervų bankų prezidentai[1]. Federalinių rezervų bankų atstovai keičiasi, išskyrus Niujorko banką, kurio atstovas turi nuolatinę vietą. Tačiau ir tie federalinių rezervų bankų prezidentai, kurie tuo metu nėra FARK nariai, paprastai dalyvauja posėdžiuose ir kalba diskusijose, tik, žinoma, nebalsuoja. Kadangi FARK stengiasi pasiekti konsensusą, o ne šiaip priiminėti nutarimus daugumos balsais, dalyvaudami, nors ir nebalsuodami, federalinių rezervų bankų prezidentai turi galimybę daryti įtaką FARK sprendimams. FARK renkasi maždaug aštuonis kartus per metus, o kartais tarp susitikimų vyksta telefoniniai pasitarimai.

FARK funkcija yra daryti sprendimus dėl **atvirosios rinkos operacijų**, tai yra Federalinės rezervų sistemos atliekamų vertybinių popierių pirkimo ir pardavimo. Pats FARK tų vertybinių popierių neperka ir neparduoda. Jis tik leidžia direktyvas, kuriomis įpareigoja Niujorko federalinį rezervų banką kontroliuoti visų federalinių rezervų bankų sąskaitas.

Yra ir kitokių Federalinės rezervų sistemos komponentų, bet jie svarbumu toli gražu neprilygsta FARK. Vienas iš jų yra Federalinė patarėjų taryba, kurią sudaro komercinių bankų bankininkai (paprastai didžiųjų komercinių bankų prezidentai) po vieną iš kiekvieno rajono. Kaip jau matyti iš pavadinimo, šis komitetas teikia patarimus Valdytojų tarybai, bet tai ir viskas. 8.2 schema vaizduoja Federalinės rezervų sistemos struktūrą.

NEOFICIALI FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS STRUKTŪRA

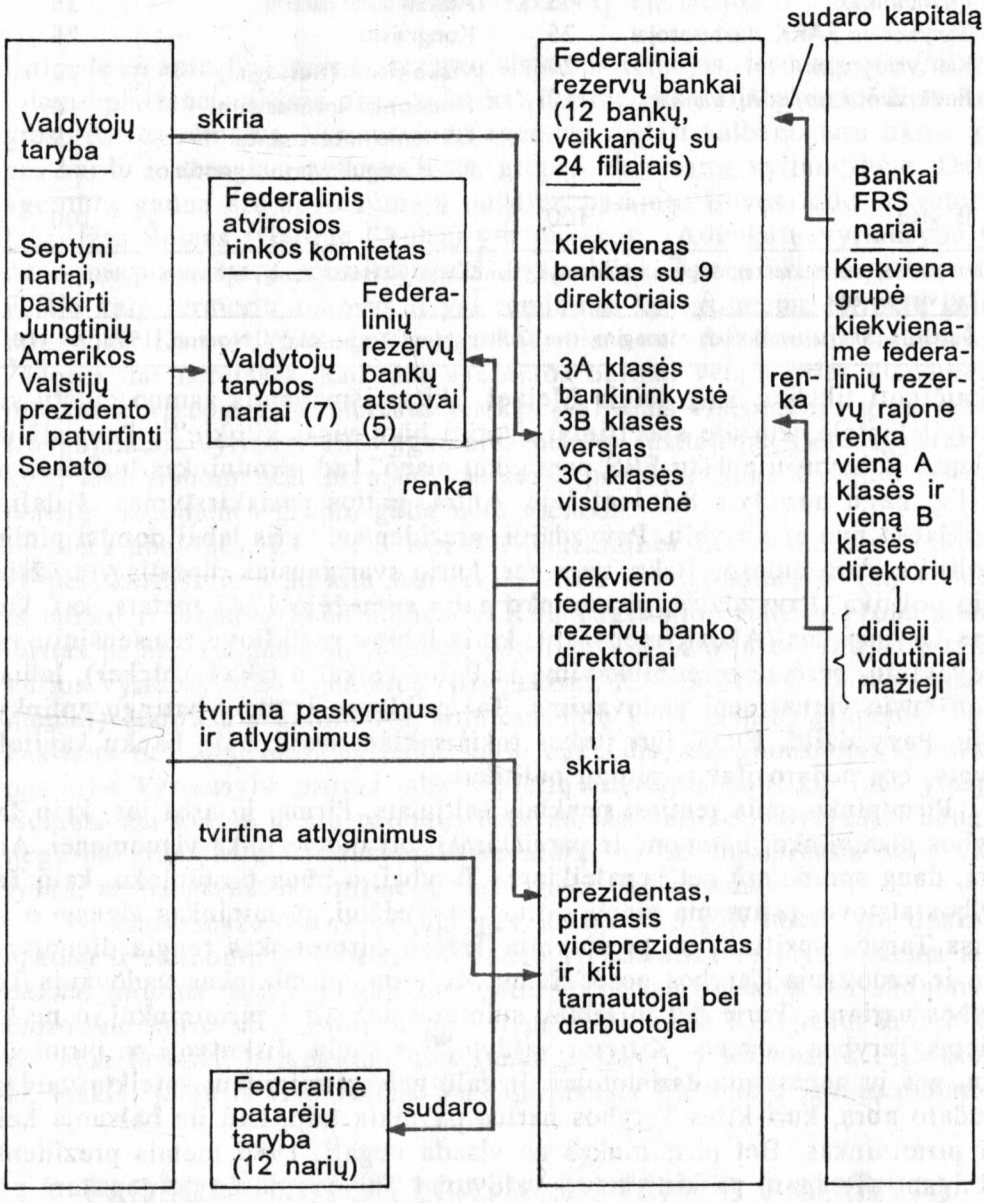
Vien tik žinoti oficialius teisinius organizacijos aspektus dažnai nepakanka. Federalinė rezervų sistema, kaip ir bet kuri kita organizacija, yra išsiugdžiusi tam tikras tradicijas ir kitus atributus, kurie smarkiai veikia jos veiklą. Tie neoficialūs aspektai nėra griežtai apibrėžti, nepakankamai aiškūs. Vienas iš jų yra galios pasiskirstymas Federalinės rezervų sistemos viduje.

Galios pasiskirstymas Federalinės rezervų sistemos viduje

Pinigų politikos vykdymo galios pasiskirstymas pačioje Federalinėje rezervų sistemoje ir tarp pašalinių nėra pakankamai apibrėžtas, tačiau buvusi FRS valdytoja Šermen Meizel (Sherman Maisel) yra išdėsčiusi tos galios pasiskirstymo įvertinimą, kuris čia pateikiamas 8.1 lentelėje. Dėl 8.1 lentelės reikėtų dviejų išlygų. Pirmiausia, galios pasiskirstymo negalima ap-

[1] Nors įstatymas ir leidžia, kad pirmasis federalinio rezervų banko viceprezidentas dirbtų FARKe vietoj savo prezidento, paprastai taip nedaroma, išskyrus atvejus, kai prezidentas negali dalyvauti posėdyje.

8.2 schema. Federalinės rezervų sistemos struktūra. Derinimo ir balansavimo sistema paskirsto Federalinės rezervų sistemos galią



Šaltinis: Board of Governors, Federal Reserve System: — The Federal Reserve System. Purposes and Functions, Washington, D. C., 1974, p. 18.

8.1 lentelė. Federalinės rezervų sistemos galios pasiskirstymo įvertinimas

Vidaus veiksniai	Procentai	Išorės veiksniai	Procentai
Pirmininkas	45	Administracija	35
Tarybos ir FARK darbuotojai	25	Kongresas	25
Kiti valdytojai	20	Visuomenė (tiesiogiai)[a]	20
Federaliniai rezervų bankai	10	Finansiniai interesantai	10
		Užsienio interesantai	5
		Kitos reguliavimo agentūros	5
Iš viso	100		100

[a] Spauda, ekonomistai, lobistai (asmenys, bandantys paveikti Kongreso narius) ir apskritai visuomenė.

Šaltinis: *Sherman Maisel.* Managing the Dollar. New York, W. W. Norton, 1973, p. 110.

skaičiuoti tiksliai; kaip teigia Meizel, „kitas išmanantis asmuo galėtų sudaryti lentelę, kurioje specifiniai svoriai būtų visai kitokie“[2]. Pavyzdžiui, vienas iš buvusių aukštų FRS pareigūnų mano, kad pirmininkas turi didesnę galią, negu nurodyta 8.1 lentelėje. Antra, galios pasiskirstymas iš dalies priklauso nuo asmenybių. Pavyzdžiui, prezidentas, kuris labai domisi pinigų politika, daro didesnę įtaką, negu tas, kurio svarbiausias rūpestis yra užsienio politika. Pavyzdžiui, pirmininko galia sumažėjo 1987 metais, kai Alanas Grynspanas (Alan Greenspan), kuris labiau pasikliovė konsensiniu vadovavimu, perėmė pirmininkavimą iš Polio Volkerio (Paul Volcker), labiau vertinusio vienasmenį vadovavimą. Tai priklauso ir nuo ypatingų aplinkybių. Pavyzdžiui, FIDK turi įtakos tokiais klausimais, kaip bankų kapitalų lygis, bet nedaro įtakos pinigų politikai.

Pirmininko galia remiasi penkiais šaltiniais. Pirma, jo arba jos, kaip Tarybos pirmininko, nuomonė ir pareiškimai turi didelę įtaką visuomenei. Antra, daug sprendimų net nepateikiama Tarybai, o būna pirmininko, kaip Tarybos atstovo, priimama vieno paties. Pavyzdžiui, pirmininkas vienas, o ne visa Taryba susitinka su prezidentu. Trečia, pirmininkas rengia dienotvarkę ir vadovauja Tarybos posėdžiams. Ketvirta, pirmininkas vadovauja Tarybos nariams, kurie dėl to labiau suinteresuoti įtikti pirmininkui, o ne kitiems Tarybos nariams. Kitiems valdytojams sunku diskutuoti su pirmininku, nes jų neparemia darbuotojai. Ir galų gale pirmininkui suteikta valdžia sudaro aurą, kuri kitus Tarybos narius paveikia taip, kad jie balsuoja kaip ir pirmininkas. Bet pirmininkas ne visada nugali. 1986 metais prezidento Reigano (Reagan) paskirti keturi valdytojai Tarybos posėdyje nepritarė pirmininko Volkerio pasiūlymui. Net ir po to, kai buvo rastas kompromisas, pirmininko Volkerio padėtis buvo netvirta. Ir dabar (1987 metų birželio mėn.) atrodo, kad kiti valdytojai labiau palaiko plėtros politiką negu pir-

[2] *Sherman Maisel.* Managing the Dollar. New York, W. W. Norton, 1973, p. 109–111.

mininkas ir kad pirmininkas Federaliniame atvirosios rinkos komitete turi siekti bankų prezidentų paramos.

Federalinių rezervų rėmėjai

Kalbėdami apie Federalinės rezervų sistemos rėmėjus, terminą *rėmėjai* vartojame platesne reikšme negu tada, kai norime geografiškai apibūdinti Kongreso narius rėmėjus. Vyriausybinė agentūra dedasi kalbanti tam tikros grupės vardu ir stengiasi atstovauti tos grupės interesams vyriausybėje. Dėl to agentūra gauna šių savo rėmėjų politinę paramą. Buvęs Iždo sekretorius Džordžas Šulcas (George Shultz) yra pasakęs: „Advokatų vyriausybė yra dalis mūsų nerašytos konstitucijos“[3]. Pavyzdžiui, Žemės ūkio departamentas veikia kaip fermerių atstovas ir yra remiamas kongresmenų, išrinktų kaimo rajonuose. Darbo departamento panašūs ryšiai su profesinėmis sąjungomis. Žinoma, tai nereiškia, kad šios agentūros būtinai veikia prieš visuomenės interesus: visuomenės interesus reiškia įvairioms visuomenės grupėms atstovaujančios vyriausybinės agentūros bendru susitarimu. Bet negalima sakyti, kad visuomenės interesai yra suma požiūrių „man daugiau“; be to, įvairių visuomenės grupių galia nėra vienoda.

Nėra abejonės, kad FRS turi dvi pagrindines ir dvi mažesnes rėmėjų grupes, kurios viena su kita susisiekia. Viena iš pagrindinių grupių susideda iš bankų ir finansų bendruomenės. Kitą pagrindinę rėmėjų grupę sudaro tvirtas pajamas gaunantys žmonės, patiriantys nuostolių dėl infliacijos. Kai kurios vyriausybinės agentūros (pavyzdžiui, Žemės ūkio ir Darbo departamentai) atstovauja gamintojų, suinteresuotų kelti kainas, grupėms. Todėl kas nors turi atstovauti ir tiems, kurie nukenčia, kai gamintojai kelia kainas arba Vyriausybė priima labai į plėtrą nukreiptą politiką. FRS yra prisiėmusi kai kurias iš šių pareigų; bent jau dėl infliacijos rūpinasi daugiau negu dauguma kitų vyriausybinių agentūrų. Ar tas rūpinimasis buvo efektyvus, ar jis paskatino infliaciją, tai jau kitas klausimas.

Dvi kitos, mažesnės rėmėjų grupės, kurias FRS gali turėti, yra finansinė spauda ir ekonomistai teoretikai. Kadangi Federalinė rezervų sistema labai dažnai minima naujienose, ji turi galimybę siekti spaudos bei ekonomistų teoretikų, kurie savo straipsniuose ir pareiškimuose Kongresui kartais būna labai kritiški, palankumo. Bet sunku pasakyti, kokiu mastu FRS politiką veikia, jeigu iš viso veikia, jos rūpinimasis šių dviejų grupių nuomone.

FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS FINANSAI

Federalinių rezervų bankų kapitalas priklauso bankams FRS nariams, gaunantiems už tą kapitalą tvirtus 6 procentų dividendus. Kadangi visas fede-

[3] Reflections on Political Economy. — Journal of Finance. 29 (1974, gegužė), p. 325.

ralinių rezervų bankų kapitalas priklauso bankams FRS nariams, kartais yra manoma, kad jiems priklauso ir patys federaliniai rezervų bankai. Bet kas taip mano, labai klysta. Nuosavybė reiškia du dalykus — teisę pasisavinti visas gautas grynąsias pajamas ir teisę kontroliuoti turtą. Bankai FRS nariai negali pretenduoti į likutines federalinių rezervų bankų pajamas. Jie gauna savo 6 procentų dividendus nepriklausomai nuo FRS pajamų. Jie labai mažai kontroliuoja federalinius rezervų bankus ir visai nekontroliuoja Valdytojų tarybos. Taigi FRS jie nekontroliuoja.

Grynąsias federalinių rezervų bankų pajamas sudaro pajamos iš turimų vertybinių popierių ir mažą dalelytę — suteiktų paskolų palūkanos. Be to, jie ima mokesčius iš finansų įstaigų už suteiktas paslaugas, pavyzdžiui, už kliringą. Bet iš kur atsiranda Federalinės rezervų sistemos lėšos, investuojamos į vertybinius popierius? Svarbiausias šaltinis yra leidžiami FRS banknotai, tai yra valiutos banknotai, mūsų laikomi piniginėse. Sakysime, FRS išspausdina 1 milijoną dolerių federalinių rezervų banknotų ir pateikia juos užsakiusiems bankams. Tada ji debetuoja banko rezervų sąskaitą. Jeigu nori, kad bendrieji bankų rezervai nepakistų, ji išlygina šį bankų rezervų sumažėjimą pirkdama atvirojoje rinkoje vertybinių popierių už 1 milijoną dolerių. Taigi jos sąskaitose pasyvai dėl federalinių rezervų banknotų išleidimo padidėja 1 milijonu dolerių, bet tiek pat padidėja ir vyriausybės vertybinių popierių fondai. Be viso šito, FRS gali pirkti vertybinius popierius panašiai kaip bankai kurdami indėlius. Ji paprasčiausiai gali sumokėti už vertybinius popierius bankams, suteikdama kreditą ir papildydama jų rezervų sąskaitas. Taip FRS teikia paskolas bankams FRS nariams — paprasčiausiai padidina jų rezervų sąskaitas[4].

Iš pajamų, gautų už šį kapitalą, FRS moka dividendus už bankų FRS narių kapitalą (1988 metais tai sudarė 0,6 procento nuo FRS einamųjų pajamų). Sutvarkiusi šiuos atsiskaitymus, ji perveda palyginti nedidelę sumą į perteklinę sąskaitą; didumą grynųjų pajamų paprastai yra pervedama JAV iždui. Šiuo metu nėra įstatymo, reikalaujančio, kad FRS taip elgtųsi, bet jeigu ji to nedarytų, toks įstatymas greitai atsirastų.

FEDERALINIŲ REZERVŲ NEPRIKLAUSOMYBĖ

Federalinė rezervų sistema turi didelę nepriklausomybę, daug didesnę, negu kitos vyriausybinės agentūros. Senatas rekomenduoja, po to tvirtina, o Jungtinių Amerikos Valstijų prezidentas skiria naujus valdytojus į atsiradusias laisvas vietas ir po to oficialiai neturi jiems daugiau jokios įtakos. Paskirti jie gali nepaisyti prezidento norų. Taip puikiausiai gali atsitikti, nes nauji

[4] Gali atrodyti, kad kai bankai FRS nariai įdeda savo rezervus į FRS, FRS įsigyja lėšų, kurias gali investuoti ir taip gauti palūkanų. Bet bendras turimas valiutos kiekis nepakinta; taigi bankas gali įsigyti daugiau rezervų tik tuo atveju, jeigu kito banko rezervai sumažėja. Vadinasi, bendrieji rezervai bei FRS gauti papildomi aktyvai nepakinta.

valdytojai nori prisiderinti prie FRS, tai yra pritarti joje vyraujantiems požiūriams. Valdytojai retai kada nukrypsta nuo bendros FRS linijos, bent jau viešai. Kai buvo svarstoma valdytojos Nensės Tyters (Nancy Teeters) kandidatūra į Tarybą, ji pasakė Tarybos pirmininkui Artūrui Bernsui (Arthur Burns): „Artūrai, jums nereikia žmogaus su tokiomis, kaip mano, liberaliomis pažiūromis". Bernsas atsakė: „Nesirūpinkite, Nense, po šešių mėnesių jūs galvosite lygiai taip, kaip centrinio banko bankininkas"[5].

Oficialiai Federalinę rezervų sistemą gali kontroliuoti Kongresas. FRS įsteigė Kongresas ir jis mėgsta priminti, kad FRS — jo kūrinys. Bet Kongresas nėra taip organizuotas, kad galėtų nuolat ją kontroliuoti, be to, pagal dabartinius įstatymus jis nė neturi tokios teisės. Taigi, kai FRS praneša Kongresui, kad ketina sparčiai didinti pinigų kiekį, iš esmės ji gali nepaisyti bet kokios Kongreso reakcijos.

Tikroji nepriklausomybė

Bet, kaip paprastai, oficialiai įstatymų nustatyta tvarka yra dar ne viskas. Iš tikrųjų prezidentas ir Kongresas turi Federalinei rezervų sistemai nemažą įtaką. Vienas iš prezidento įtakos šaltinių yra moralinis; valdytojai vengia priešintis visos tautos išrinkto asmens požiūriui; jie laikosi šios pozicijos, jei jaučia, kad gali tai daryti neprarasdami pareigų. Antra, FRS nuolat aktyviai veikia Kongrese, siekdama, kad būtų priimti įstatymai, padedantys jai reguliuoti bankus, ir kad būtų užblokuoti kiti įstatymai. Ji nori, kad prezidentas paremtų ją šiose kovose dėl įstatymų ir dėl to stengiasi su juo palaikyti gerus santykius. Trečia, pirmininkas nori prezidento palankumo, nes prezidento skiriamas naujas valdytojas gali būti kaip tik tas žmogus, kuriam pirmenybę teikia ir pirmininkas. Autoritetingas FRS politikos specialistas Džonas Vūlis (John Wooley) yra pasakęs: „Užuot teigus, kad prezidentai paprastai varo tokią pinigų politiką, kokios nori, tiksliau būtų teigti, kad tik labai retai prezidentai nebūna patenkinti tokia politika, kokia yra"[6].

Apskritai FRS nepriklausomybė neegzistuoja kaip savaime suprantamas dalykas. Tam tikru mastu FRS yra savo nepriklausomybės kalinė. Kad Kongresas nepriklausomybės neapribotų, kai kuriais klausimais FRS tenka nusileisti.

Bet prezidento ir Kongreso įtakos nereikėtų pervertinti. Kai kuriais klausimais Federalinė rezervų sistema gali mobilizuoti nepaprastai galingą bankininkų spaudimą kiekvienoje rinkiminėje apygardoje ir spausti Kongresą išsaugoti FRS nepriklausomybę. Iš dalies dėl to, kad Federalinė rezer-

[5] Cituojama *William Greider*. Secrets of the Temple. New York, Simon and Schuster, 1987, p. 73–74.

[6] *John Wooley*. Monetary Politics. New York, Cambridge Press, 1984, p. 111.

vų sistema turi tik siauram žmonių ratui prieinamų žinių apie pinigų politiką, ir iš dalies dėl to, kad ji save laiko apsauga nuo infliacinio sprogimo, Kongresas apskritai abejoja savo galimybėmis rungtis su ja. Kongreso nariams būtų politiškai naudinga, gavus pakankamai informacijos apie pinigų politiką, rafinuotai rungtis su FRS. Demagoginis puolimas prieš FRS gali susilaukti plojimų kai kurių žmonių namuose, bet FRS gali lengvai įrodyti, kad tas puolimas yra naivus. Tais momentais, kai staiga pakilusios palūkanų normos sujaudina daugelį rinkėjų, Kongresui būna lengviau paspausti FRS. FRS laimė, kad kol FRS oponentai spėja parengti viešąją nuomonę, tokie spartaus palūkanų normų didėjimo laikotarpiai paprastai baigiasi.

Federalinė rezervų sistema savo nepriklausomybę nuo Kongreso ir apskritai politinio spaudimo saugo teikdama nedaug informacijos. Palyginti su užsienio centriniais bankais, FRS yra daug atviresnė, bet tai mažai ką pasako. Viena iš reikalingų pirmininko savybių yra sugebėti išvengti aiškaus atsakymo. Pirmininkas Grynspanas kartą pasakė: „Nuo tada, kai tapau centrinio banko bankininku, išmokau kalbėti nenuosekliai. Jeigu jums atrodo, kad aš kalbu nepakankamai aiškiai, jūs ir turite nesuprasti, ką pasakiau“[7]. Kongrese buvęs senatorius Viljamas Proksmairas (William Proxmire) kartą pasakė buvusiam pirmininkui Viljamui Makčesniui Martinui (William McChesney Martin):

> Aš labai gerbiu jūsų sugebėjimus ir manau, kad jūs esate neeilinis ir kompetentingas asmuo; su tuo sutinka visi; bet kai jūs mėginate nusileisti iš savo aukštybių ir bandote diskutuoti tais reikšmingais specialiais terminais, vis tiek išeina tas pats, lyg kalbėtų kiaulė su žąsinu... O kalbant atvirai, misteri Martinai, neapsibrėžus specialių tikslų, kriterijų, taisyklių, neįmanoma jokia Kongreso priežiūra jums, ir, man rodos, jūs tai žinote[8].

Visiškai taip pat rašė Šermen Meizel:

> ... Nepriklausomybė yra ir netiksliai apibrėžta, ir ribota... Nors ir nėra teisinių priemonių, kurios leistų prezidentui išleisti Sistemai nurodymus, jos nepriklausomybė faktiškai nėra tokia didelė, kad ji galėtų naudoti pinigų politiką kaip vėzdą ar grasinimą vetuoti administracijos veiklą. Sistemos veiklos sritis yra gerokai apribota... Kad ir kas būtų, rinkėjams neatstovaujančiai grupei, tokiai, kokia yra FRS, neturėtų būti leidžiama siekti tikslų, priešingų tiems, kurių siekia rinkti pareigūnai[9].

---

[7] Wall Street Journal, 1987, rugsėjo 22, p. 31.

[8] Cituojama *John Culbertson*. Full Employment or Stagnation? New York, McGraw-Hill, 1964, p. 154–155.

[9] *Sherman Maisel*. Managing the Dollar. New York, W. W. Norton, 1973, p. 24, 136.

Federalinės rezervų sistemos nepriklausomybės subtilumas

Kaip minėta aukščiau, FRS nepriklausomybė yra nepakankamai apibrėžta. Štai vienas pavyzdys. Oficialiai FRS nepriklausomybės ribas nustato įstatymai. Kadangi Kongresas įstatymus keičia retai, galima manyti, kad FRS nepriklausomybės lygis yra nekintamas. Bet įstatymai numato tik bendrą sistemą. Tikrąjį FRS savarankiškumą lemia senieji ir nauji įvykiai.

1987 metais FRS kurį laiką mažai bekontroliavo pinigų politiką. Įstatymas nebuvo pakeistas. Bet Jungtinės Amerikos Valstijos neoficialiai susitarė su kitomis išsivysčiusiomis valstybėmis dėl stabilios dolerio vertės užsienio valiutų rinkoje palaikymo. Kaip paaiškinsime 28 skyriuje, stabilus valiutos kursas reikalauja, kad FRS išlaikytų palūkanų normas ir pinigų kiekio didėjimą tam tikru lygiu. Bet yra tradicija, kad Iždo departamentas, o ne Federalinė rezervų sistema nustato dolerio keitimo kursą. Taigi susitaręs su kitomis šalimis išlaikyti dolerio keitimo kursą tam tikru lygiu, Iždas faktiškai perėmė didžiąją pinigų politikos kontrolės dalį.

NEPRIKLAUSOMYBĖ: UŽ IR PRIEŠ

Ar FRS turi per daug, ar per mažai savarankiškumo? Kartkarčiais šis klausimas tampa politiniu ir gali anksčiau arba vėliau tapti pagrindiniu klausimu per prezidento rinkimus. Politiniai debatai FRS nepriklausomybės klausimu nesukelia tiek rimtų nesutarimų dėl FRS vaidmens vyriausybėje (dėl šio klausimo nelabai jaudinasi visuomenė), kiek stiprūs nesutarimai dėl politikos, kurią FRS vykdo. Vienas iš būdų tą politiką pakeisti yra perduoti FRS kontrolę Kongresui arba vyriausybei, tiems, kurie tai politikai nepritaria. Kitas būdas — pagrasinti FRS, kad ji pati būtų priversta keisti politiką. 1982 metais, kai palūkanų normos buvo neregėtai didelės, stiprios Kongreso paramos susilaukė keletas įstatymų projektų, mažinančių FRS nepriklausomybę. Galimas daiktas, kad dėl tos grėsmės greitai po to FRS pakeitė savo politiką.

Pinigų politikos argumentus už ir prieš pateikiame 4 dalyje. Dabar aptarsime bendresniuosius argumentus dėl Federalinės rezervų sistemos nepriklausomybės. Nors tie argumentai skamba abstrakčiai ir filosofiškai, jie yra svarbūs, nes greitai tai gali būti svarbiausias politikos klausimas.

Argumentas už nepriklausomybę

Abu požiūriai dėl nepriklausomybės remiasi savo argumentais. Nepriklausomybės šalininkai teigia, kad pinigų politika, vadinasi, ir dolerio vertė, yra

pernelyg svarbūs ir painūs dalykai, kad tuos žaidimus būtų galima palikti žaisti politinėms jėgoms. Buvęs Tarybos pirmininkas Martinas yra pasakęs:

> Federalinės rezervų sistemos nepriklausomybė yra pirmutinė nepriklausomų įmonių sistemos garantija. Jei ji neatlaikys politinio spaudimo arba privačių interesų diktavimo, tvirtų pinigų pagrindas bus pakirstas[10].

Šiuo požiūriu politinis procesas yra trumparegis: per daug susirūpinus dėl ateinančių rinkimų, pervertinama trumpalaikės naudos svarba. Todėl užsibrėžus tikslą siekti ilgalaikės stabilių kainų naudos, vengiama daryti sunkių ir nepopuliarių sprendimų — toleruojama nedarbo didėjimo grėsmė. Be to, politikai, jei tik gali, yra linkę naudoti centrinį banką padidėjusioms vyriausybės išlaidoms finansuoti nedidinant mokesčių[11]. Polinkį į infliaciją iš spaudimo grupių perima vyriausybės politika. Taigi nepriklausomas centrinis bankas, atsikratęs politinio spaudimo, turi pasirūpinti tais, kurie dėl infliacijos patiria nuostolius. Kiekvienas, kas yra susipažinęs su aukso standartu, tikriausiai sutiks, kad aukso standartas apsaugo nuo neapgalvotų infliaciją skatinančių veiksmų.

Be to, net ir tuo atveju, jei politikų siekimas varyti protingą pinigų politiką tiksliai atspindi visuomenės norus, FRS nebūtinai turi tai daryti. Galima sakyti, kad visuomenė turi geresnių užsiėmimų negu studijuoti ekonomikos mokslą (keista, kad taip mums atrodo). Ji kai kuriuos sprendimus deleguoja Federalinei rezervų sistemai. Ypač visuomenė nukenčia nuo to, ką Viljamas Pūlis (William Poole) iš Brauno universiteto pavadino problemos numeris pirmas sindromu — nuosmukio metu atrodo, kad nieko daugiau nereikia, tik sumažinti nedarbą, nors infliacijai stiprėjant, pirmiausia reikia sumažinti infliaciją. Bet pernelyg aktyvi kovos su nedarbu politika galų gale sąlygoja per didelę infliaciją, o griežtesnė infliacijos mažinimo politika irgi laikinai padidina nedarbą. Taigi visuomenė pageidautų, kad FRS mažiau rūpintųsi trumpalaikiais politikos pranašumais.

Be to, yra dar **politinio ekonomikos ciklo** pavojus; mes jį smulkiau aptarsime 24 skyriuje. Tai yra toks atvejis, kai prieš rinkimus prezidentas įtikina Federalinę rezervų sistemą laikytis plėtros politikos, kuri laikinai sumažina palūkanas ir nedarbą. Vėliau, po rinkimų, FRS sumažina infliacijos spaudimą, atsiradusį dėl tokios politikos, laikydamasi griežtesnės politikos. Palūkanų normos ir nedarbas dabar didėja. Bet prezidentui tai neberūpi — jis jau yra laimėjęs.

---

[10] Cituojama *A. Jerome Clifford*. The Independence of the Federal Reserve System. Philadelphia, University of Pennsylvania Press, 1965, p. 18.

[11] Šis būdas veikia taip. Dėl infliacijos didėja valiutos (nominalios) paklausa, nes visuomenei reikia daugiau valiutos, kad galėtų mokėti didesnes kainas. Kadangi FRS leidžia daugiau valiutos, didėja jos pajamos, kurias ji perduoda Iždui. Be to, realiosios palūkanų išmokos už federalinę skolą mažėja, taigi vyriausybė turi daugiau lėšų kitoms išlaidoms.

Argumentas prieš nepriklausomybę

Centrinio banko nepriklausomybės priešininkai atmeta tokius argumentus. Jie mano, kad iš esmės nedemokratiška sakyti, jog rinktiems pareigūnams negalima patikėti spręsti, kokia turi būti pinigų politika. Iš tikrųjų pinigų politikai tenka priimti keblių sprendimų, atsižvelgiant į tolimą perspektyvą, bet tai tinka ir užsienio bei gynybos politikai. Gerai ar blogai, bet visuomenė yra įsitikinusi, kad prezidentas yra atsakingas už ekonomines sąlygas, kurios priklauso nuo visos jo vadovavimo metu vykdomos politikos. Taigi jis privalo kontroliuoti pinigų politiką kaip vieną svarbiausių iš visų politikos sričių.

Reikia dar pridurti, kad kai kurie ekonomistai mano, jog FRS tinkamai nepanaudojo savo nepriklausomybės, todėl nepriklausomybė iš jos turėtų būti atimta. Kartais, pavyzdžiui, 7 dešimtmečio pabaigoje ir 8 dešimtmetyje, FRS toleravo infliaciją, o kitais metais, pavyzdžiui, 4 dešimtmetyje, ji paskatino defliaciją ir leido per daug įsigalėti nedarbui. Be to, nepriklausomybė iš tikrųjų nepadėjo jai atsiriboti nuo politikos. Ji net pati veikė kaip politinis vienetas, gindama savo veiksmus bei nepriklausomybę. Ir dar viena, nepriklausomybė leidžia Federalinei rezervų sistemai pernelyg nuolaidžiauti kompetentingai biurokratijai, visą laiką daugiau paisančiai siaurų vietinių interesų.

Galų gale pinigų ir iždo politika turi būti integruotos, o adekvataus integravimo negalima pasiekti, tvirtina FRS nepriklausomybės oponentai, vien tik neoficialiomis konsultacijomis. Ta aplinkybė reikalauja, kad FRS būtų vyriausybės dalis. Jei FRS pereitų į prezidento kontrolę, tai nebūtinai susilpnintų jos įtaką, gal net sustiprintų ją. Jei ji būtų administracijos dalis, FRS patarimai susilauktų didesnio administracijos dėmesio.

Galimi kompromisai

Šie argumentai už ir prieš gali sudaryti neteisingą įspūdį, kad tai yra pasirinkimas tarp dviejų nesuderinamų kraštutinumų. Bet taip nėra. Net jeigu formaliai FRS ir prarastų nepriklausomybę ir taptų administracijos dalimi, dar išliktų bent jau bandymas ją sulaikyti nuo partizaninės politikos. Be to, kaip jau minėta, dabartinė FRS nepriklausomybė yra toli gražu ne visiška.

Sprendžiant praktiškiau, debatai neliečia tokių fundamentalių klausimų, kaip visiška FRS nepriklausomybė, bet svarstomi pasiūlymai, kurie mažina jos nepriklausomybę palyginti nedaug. Pavyzdžiui, vienas pasiūlymas yra suderinti, kad pirmininko kadencija atitiktų prezidento kadenciją, kad kiekvienas prezidentas, atėjęs į postą, galėtų pasirinkti pirmininką. Kiti pa-

siūlymai — sutrumpinti valdytojų kadencijos laiką arba atsisakyti Federalinio atvirosios rinkos komiteto ir perduoti jo darbą Valdytojų tarybai. Radikalesnis pasiūlymas yra skirti iždo sekretorių į FARK, o dar radikalesnis — kad FRS turėtų pervesti visas savo bendrąsias pajamas į Iždą, o savo veiklą finansuoti iš Kongreso skirtų lėšų. Tai suteiktų Kongresui daug didesnę galimybę kontroliuoti FRS.

SANTRAUKA

1. Centriniai bankai nėra bankai įprastine reikšme; jie yra institucijos, kurių uždaviniai yra rūpintis pinigų kiekio valdymu, užkirsti kelią finansinei panikai, veikiant kaip paskutiniams skolintojams kritiniu atveju bei vykdant kitus vyriausybės uždavinius.
2. Centriniai bankai teikia tokias paslaugas, kaip rezervų laikymas ir čekių kliringas bankams, taip pat veikia kaip vyriausybės bankai, atliekantys tokią funkciją, kaip valiutos leidimas. Centriniai bankai gali sukurti rezervų bankų sistemai.
3. Federalinė rezervų sistema, įkurta 1913 metais, dabar yra labiau centralizuota. Dabartinė jos organizacinė struktūra pateikiama 8.2 schemoje.
4. Kiekvienas federalinis rezervų bankas turi devynis direktorius, kurie yra parinkti derinimų ir balansavimo būdu. Nors federaliniai rezervų bankai oficialiai yra bankų FRS narių nuosavybė, tai nesuteikia bankams FRS nariams nuosavybės teisės jokia mums įprasta reikšme.
5. Valdytojų taryba susideda iš septynių prezidento skirtų narių. Drauge su penkiais rezervų bankų prezidentais jie sudaro Federalinį atvirosios rinkos komitetą. Šis komitetas kontroliuoja FRS svarbiausią priemonę — atvirosios rinkos operacijas.
6. Federalinės rezervų sistemos pirmininkas turi didelę galią; iš Sistemai nepriklausančiųjų didžiausią įtaką FRS turi vyriausybė ir Kongresas. Pagrindiniai FRS rėmėjai yra finansų bendruomenė ir tvirtas pajamas gaunančios grupės.
7. FRS nepriklausomybė yra ribota. Istoriškai ji atkartoja prezidento požiūrį į pinigų politiką. Prezidento galia remiasi daugiausia moraliniu pagrindu. Yra keli argumentai už ir prieš FRS nepriklausomybę.

PAGRINDINIAI TERMINAI

centrinis bankas	central bank
paskutinis skolintojas kritiniu atveju	lender of last resort
įprastinės funkcijos	chore functions
federaliniai rezervų bankai	Federal Reserve Banks
Valdytojų taryba	Board of Governors
Federalinis atvirosios rinkos komitetas (FARK)	Federal Open Market Committee (FOMC)

KLAUSIMAI IR UŽDUOTYS

1. Terminas *centrinis bankas* yra netikslus; tai nėra bankas. Pasvarstykite, kiek šį terminą atitinka Federalinė rezervų sistema.
2. Kodėl valstybės turi centrinius bankus?
3. Ką reiškia terminas *paskutinis skolintojas kritiniu atveju*?
4. Aptarkite įprastines Federalinės rezervų sistemos funkcijas.
5. Kurias pinigų politikos funkcijas vykdo:
   a) federaliniai rezervų bankai,
   b) Valdytojų taryba,
   c) Federalinis atvirosios rinkos komitetas.
6. Aptarkite teiginį: „Federaliniai rezervų bankai neturi kištis į pinigų politiką; jie tik vykdo įprastines Federalinės rezervų sistemos funkcijas".
7. Federalinių rezervų sistema yra derinimų ir balansavimo sistemos pavyzdys. Paaiškinkite tuos derinimus ir balansavimus.
8. Ką reiškia, kai sakoma, kad FRS turi rėmėjų. Kas jie?

LITERATŪRA

Keith Acheson, John Chant. Bureaucratic Theory and the Choice of Central Bank Goals: The Case of Canada. — Journal of Money, Credit and Banking, 5 (1973, gegužė), p. 637–656. Pirmasis centrinio banko biurokratinio elgesio teorijos aprašymas.

Nathaniel Beck. Politics and Monetary Policy. — Thomas Willet (ed.). The Political Economy of Stagflation. San Francisco, Pacific Institute, 1988. Puiki politinės pinigų politikos sistemos apžvalga.

John A. Galbraith. The Economics of Banking Operations. Montreal, McGill University Press, 1963. 7 skyriuje yra vertinga trumpa centrinių bankų veiklos apžvalga.

Edward Kane. External Pressures and the Operations of the Fed. — Raymond Lombra and Willard Witte (eds.). The Political Economy of the Domestic and International Monetary Relations. Iowa City, Iowa, University of Iowa Press, 1982. Įspūdingas FRS, kaip politinio vieneto, aprašymas.

Edward Kane. The Re-Politicization of the Fed. — Journal of Financial and Quantitative Analysis, 9 (1974, lapkritis), p. 743–752. Svarbus debatų apie FRS nepriklausomybę papildymas.

Sherman Maisel. Managing the Dollar. New York, W. W. Norton, 1973. Pateikia svarbias buvusios Valdytojų tarybos narės pastabas apie FRS veiklą.

Thomas Mayer. The Structure and Operation of the Federal Reserve System: Some Needed Reforms. — U. S. Congress. House Committee on Banking, Currency and Housing. Compendium of Papers Prepared for the Fine Study, 94th Congress, 2nd Session, 1976, 2, p. 669–726. FRS organizacijos apžvalga su pakeitimų pasiūlymais.

Dar primename: Federaliniai rezervų bankai leidžia savo tyrimų rezultatų apžvalgas, kurios yra nemokamos. „Apžvalgų" (Review) užsakymus reikėtų adresuoti taip:

Bank and Public Information Center
Federal Reserve Bank of Boston
600 Atlantic Avenue
Boston, Massachusetts 02106

Public Information Department
Federal Reserve Bank of New York
33 Liberty Street
New York, New York 10045

Public Information Center
Federal Reserve Bank of Chicago
P. O. Box 834
Chicago, Illinois 60690

Public Information Department
Federal Reserve Bank of St. Louis
P. O. Box 442
St. Louis, Missouri, 63166

Public Services Department
Federal Reserve Bank of Philadelphia
P. O. Box 66
Philadelphia, Pennsylvania 19105

Publications Section
Research Department
Federal Reserve Bank of Cleveland
P. O. Box 6387
Cleveland, Ohio 44101

Bank and Public Relations Department
Federal Reserve Bank of Richmond
P. O. Box 27622
Richmond, Virginia 23261

Information Center
Federal Reserve Bank of Atlanta
104 Marietta Street, N. W.
Atlanta, Georgia 30303

Office of Public Information
Federal Reserve Bank of Minneapolis
250 Marquette Avenue
Minneapolis, Minnesota 55480

Public Information
Federal Reserve Bank of Kansas City
925 Grand Avenue
Kansas City, Missouri 64198

Public Affairs Department
Federal Reserve Bank of Dallas
Station K
Dallas, Texas 75222

Public Information Section
Federal Reserve Bank of San Francisco
P. O. Box 7702
San Francisco, California 94120

9
SKYRIUS

Kai kurie kiti struktūros klausimai

Ankstesniuose skyriuose buvo apibrėžtos Amerikos finansų įstaigų funkcijos. Šiame skyriuje tai aiškiname toliau ir parodome dabartinius bei naujai atsirandančius sunkumus. Finansų sistema nėra statiška. Bėdų atsiranda, jos galų gale išsprendžiamos, bet sprendimai vėl iškelia naujų problemų. Pavyzdžiui, 4 dešimtmetyje FIDK efektyviai reagavo į masinius bankų bankrotus, bet dėl to 8 ir 9 dešimtmetyje bankai pradėjo prisiimti per didelę riziką. Ši problema irgi kaip nors bus išspręsta, bet sprendimas vėl sukels naujų problemų.

Ne visos bėdos yra ankstesnių problemų sprendimo padarinys. Kai kurios atsiranda dėl ekonominių ir technologinių pasikeitimų. 8 dešimtmetyje smarkiai didėjančios palūkanų normos paskatino apeiti taisyklę *Q*, ribojančią indėlių palūkanų normas. Kas tik turėjo galimybę įsigyti indėlių, galėjo daug uždirbti (nepažeisdami įstatymų). Tada atsirado potenciali niša pinigų rinkos lėšoms, o mažėjančios elektroninės apskaitos išlaidos padėjo tai nišai tapti pelninga sritimi. Padidėjus pinigų rinkos lėšoms, taisyklė *Q*, 1967 metais išgelbėjusi taupomąsias organizacijas, prarado gyvybingumą.

Dėl tų priežasčių reikėtų peržiūrėti finansų struktūros evoliuciją. Neįmanoma išspręsti visų problemų iš karto ir po to laimingai gyventi. Šios dienos sprendimai sukelia rytdienos problemas. Arba, net jeigu dėl to sau priekaištautume, šiandieninius sprendimus gali tekti atidėti rytdienai. Matematikos uždaviniai turi aiškius sprendimus, ekonominės politikos problemos — paprastai jų neturi. Kiekvienas sprendimas su sunkumais susiduria labai greitai. Nieko nuostabaus, kad mes siekiame neįmanomo — institucijų, kurios imtųsi tam tikros rizikos savo balansų aktyvų pusėje ir laiduotų visišką priimamų indėlių saugumą.

Dabar patyrinėkime penketą svarbiausių neišspręstų problemų: paskolas, suteiktas silpnos ekonomikos šalims (SEŠ), kurių grąžinimo sunku tikėtis, indėlių draudimo sistemos saugumą, bankininkystės atskyrimą nuo kitų verslo rūšių, Amerikos verslo įsiskolinimo didėjimą ir painią bankų reguliavimo sistemą.

SILPNOS EKONOMIKOS ŠALIŲ SKOLOS

6 skyriuje trumpai paaiškinome bankams iškilusius sunkumus dėl SEŠ išduotų paskolų, kurias atgauti yra mažai vilčių[1]. Dabar panagrinėsime keletą galimų sprendimų. Bet prieš tai būtų pravartu grįžti atgal ir pažiūrėti, kaip tos problemos atsirado.

Istorinės sąlygos

1973–1974 metais naftos kainos pakilo keturgubai. Kai kurioms SEŠ, pavyzdžiui, Meksikai, tai buvo klestėjimo metas, o naftos importuotojams, tarkim, Brazilijai, tai buvo nelaimė. Kad galėtų mokėti didesnes kainas už naftą, importuojančios šalys turėjo sutikti su gyvenimo lygio kritimu arba privalėjo dideles sumas skolintis iš kitų šalių. Niekas nesistebi, kad jos pasirinko antrąją galimybę. Norui skolintis atsispirti buvo sunku, nes tuo metu realioji palūkanų norma, tai yra palūkanų norma, atsižvelgus į infliaciją, buvo neigiama, taigi atrodė, kad skolintis tuo metu yra puikus sandėris.

Savo ruožtu bankai norėjo skolinti silpnos ekonomikos šalims. Naftos eksportuotojai tuo metu deponavo milžiniškas sumas JAV bankuose; taigi turėdami lėšų antplūdį, bankai norėjo tas lėšas išskolinti. Be to, tos naftą eksportuojančios silpnos ekonomikos šalys, kaip, pavyzdžiui, Meksika, kurios tuo metu naftos parduodavo ne kažin kiek, turėjo didžiules jos atsargas žemėje, todėl atrodė esančios patikimos.

Galima manyti, kad bankininkai turėjo numatyti paskolų SEŠ rizikingumą ir tas paskolas riboti. Bet taip neatsitiko. Kodėl — neaišku. Viena priežastis — Federalinė rezervų sistema matė tik šviesiąją šių paskolų pusę. Priimdami naftos eksportuotojų indėlius ir juos skolindami naftos importuotojams, bankai perkeldavo lėšas, o tai švelnino tuometines naftos importuotojų problemas. Jeigu jie to nebūtų darę, naftą importuojančios šalys būtų patyrusios skaudžią krizę.

Be to, naftos eksportuotojams panorus pirkti JAV bankų indėlių sertifikatų, dolerio vertė valiutų rinkoje ėmė kilti. Toks dolerio tvirtėjimas turėjo sąlygoti JAV eksporto konkurencingumo mažėjimą ir sukelti importo antplūdį. Tačiau kai Amerikos bankai teikia paskolas užsieniečiams, o šie parduoda dolerius valiutų rinkoje, dolerio vertė krinta. Taigi paskolos SEŠ padėjo išvengti nepageidaujamo dolerio vertės kilimo valiutų rinkoje. Reikia pripažinti, kad paskolos kai kuriems dideliems SEŠ skolininkams, pavyzdžiui, Korėjai, nesukėlė sunkumų.

Apskritai skolininkai, bankai ir bankų tikrintojai elgėsi taip, kad žvel-

[1] Galimas daiktas, skolos niekada nebus grąžintos. Jeigu skolininkai galėtų už jas mokėti palūkanas, tos paskolos galėtų būti pratęstos neribotai.

giant į praeitį, tai galima būtų vadinti absurdiškomis klaidomis. Daugelis skolininkų tikriausiai neįvertino rizikos, kad realioji palūkanų norma gali vėl pakilti, ir skolindamiesi užsikrovė nepakeliamą naštą[2]. Bankai pakankamai nenagrinėjo paskolų, dažnai neįvertino sumų, kurias tos šalys buvo pasiskolinusios iš kitų bankų, taigi neįvertino bendro įsiskolinimo. Mažų mažiausiai vienas iš pirmaujančių bankų, „Citibank", tikėjo, kad paskolos vyriausybėms visada yra saugios. Galų gale bankų tikrintojai nepakankamai nagrinėjo tuometinę situaciją ir nenumatė, kas gali atsitikti, realiosioms palūkanų normoms smarkiai padidėjus arba dėl gamybos nuosmukio silpnos ekonomikos šalių eksporto kainoms sumažėjus.

Pasiūlymai

Ką reikėjo daryti? Pirmasis sprendimas buvo **Beikerio planas**, vadinamas buvuso iždo sekretoriaus (dabar valstybės sekretorius) Džeimso Beikerio (James Baker) vardu. Planas buvo iš dviejų dalių. Pirma, bankai ir toliau teikia dideles paskolas SEŠ skolininkėms, kad jos sugebėtų mokėti palūkanas, galėtų pakankamai importuoti ir taip palaikyti atitinkamą plėtros lygį. Antra, SEŠ skolininkės turi reformuoti savo ekonomiką, kad didėjantis efektyvumas sudarytų galimybę grąžinti skolas. Beikerio planas buvo optimistinis. Jis ne tik reikalavo, kad šalys skolininkės skolas grąžintų, jeigu gali, bet nurodė ir dvi prielaidas, kokiu būdu skolas grąžinti bus įmanoma. Viena iš jų — SEŠ skolininkės turi ne mokumo, o tik likvidumo sunkumų, taigi, jei bankai joms padėtų, suteikdami papildomų paskolų, šalys skolininkės po tam tikro laiko sugebėtų grąžinti visas skolas. Antroji prielaida skelbė, kad net ir tuo atveju, jei šalys skolininkės turi mokumo sunkumų (pavyzdžiui, yra pernelyg neturtingos, kad galėtų grąžinti skolas), jos įvykdys ekonomines reformas ir taps mokios.

Abiem atvejais kyla keblių klausimų. Kuo toliau, tuo darėsi aiškiau, kad daugumos SEŠ skolininkių sunkumai yra ne likvidumo stoka, o problemos, kilusios dėl didžiulių iš dalies dėl korupcijos iššvaistytų skolintų lėšų. Be to, labai abejotina, ar SEŠ skolininkės pritars kreditorių joms siūlomoms reformoms, ypač turint galvoje, kad Jungtinės Amerikos Valstijos pačios neatsižvelgs į užsienio susirūpinimą dėl jų biudžeto deficito.

Vis dėlto Beikerio planas sėkmingai sustabdė tuometinę krizę. Naujos bankų paskolos padėjo daugumai šalių skolininkių išmokėti palūkanas už ankstesnes paskolas. Apie pusę palūkanų išmokėta iš naujų paskolų, suteiktų bankų, vyriausybių ir tarptautinių agentūrų. Suprantama, skolindami skolininkams tam tikrą kiekį pinigų, kuriais bankai paskui dengia ankstesnes

[2] Be to, skolininkai tikriausiai neįvertino pavojaus, kad jų eksportuojamų žaliavų kainos kris taip smarkiai. Silpnos ekonomikos šalims tiek daug skolinantis, tikriausiai nemenkai pakenkė lėšų pasisavinimas ir kitos korupcijos formos.

paskolas arba grąžina palūkanas, bankai skolintojai iš tikrųjų didelės dalies tų palūkanų išmokų negauna. Jie tiesiog prideda jas prie bendros negrąžintos paskolos sumos, taip pridarydami dar daugiau problemų ateityje[3]. Bet mūsų gana laisva sąskaityba leidžia bankams traktuoti tas išmokas kaip tikras palūkanų įplaukas. Be to, tos išmokos yra apsaugojusios bankus, kad jų suteiktos paskolos SEŠ nebūtų nurašytos; taigi jos padėjo, ir bankų kapitalas nenukentėjo. Taip bankai sukaupė kapitalą ir rezervus ir išvengė nuostolių iš paskolų, vadinasi, kaip jau esame aptarę 6 skyriuje, paskolos SEŠ daugelio pirmaujančių bankų mokumui nebegrėsė.

Bet kitose srityse Beikerio planas buvo ne toks sėkmingas. Pragyvenimo lygis daugelyje SEŠ skolininkių pablogėjo. Paaiškėjo, kad reformas įgyvendinti yra daug sunkiau, negu apie jas kalbėti. Viena yra pareikšti, kad neefektyvias vyriausybines įmones reikia uždaryti ir panaikinti vyriausybės subsidijas žemoms maisto kainoms palaikyti. Visai kas kita yra susidurti su skurdu ir atsilaikyti prieš darbą praradusių valstybinio sektoriaus darbuotojų bei neturtingų žmonių, negalinčių dorai pavalgyti, pyktį. Be to, nors reformos ir vykdomos, efektyvumas kyla lėtai. Tam tikra prasme skolos stimuliuoja ekonomiką. Be to, natūralu, kad bankai nėra linkę teikti didelių paskolų skolininkams, nesugebantiems grąžinti ankstesnių skolų. Todėl net jei visi bankai, bendrai teikdami paskolas ir stiprindami skolininkų ekonomiką, turi naudos, kiekvienas bankas, paimtas atskirai, yra suinteresuotas atsitraukti ir palikti tokias paskolas teikti kitiems bankams.

Kadangi Beikerio planas neveikė taip, kaip buvo tikėtasi, daugiau dėmesio susilaukė alternatyvūs sprendimai. Vienas iš tokių pasiūlymų buvo skolas pakeisti **investicijomis į turtą**. Tokia strategija buvo vadinama **skolų pakeitimu investicijomis į turtą**. Pagal šį planą Amerikos bankas, sakysim, 10 milijonų dolerių savo skolinių pretenzijų Brazilijai galėtų parduoti už, sakysim, 5 milijonus dolerių Amerikos arba Prancūzijos firmai, norinčiai Brazilijoje pirkti gamyklą. Ši firma perka tas skolines pretenzijas, žinodama, kad Brazilijos centrinis bankas yra garantavęs išpirkti jas už 6 milijonų dolerių atitikmenį Brazilijos valiuta. Firma parduoda skolines pretenzijas Brazilijos centriniam bankui ir už gautas lėšas stato gamyklą Brazilijoje. Buvo padaryta šiek tiek tokių operacijų, bet daugumoje šalių tai nebuvo labai reikšmingos operacijos. Nors skolų keitimas investicijomis į turtą ilgainiui gali padidėti, nelabai tikėtina, kad tai taptų svarbiausiu sprendimu. Bankai nėra linkę parduoti daug savo paskolų su dideliu diskontu, nes tada jie turėtų mažinti apskaitoje rodomą kapitalą. Be to, palyginti nedaug išsivysčiusiųjų šalių firmų norės investuoti didžiules sumas į silpnos ekonomikos šalis skolininkes dar ir dėl to, kad bijos, jog tos inves-

[3] Žinoma, galima žiūrėti į realiąją, o ne į nominalinę skolos vertę. Jei kainos kyla 3 procentais per metus, 3 procentų nominalinės skolos vertės padidėjimas nesukelia papildomos naštos. Tiksliau, skolos dydis turėtų būti matuojamas BNP ir eksporto pajamų procentine išraiška.

ticijos anksčiau ar vėliau gali būti nusavintos. Daug žmonių šalyse skolininkėse yra nusistatę prieš pramonės pardavimą užsieniečiams.

Alternatyvus sprendimas galėtų būti toks: bankai patys atleidžia nuo dalies skolos grąžinimo, skolos vertę sumažindami iki realesnio dydžio, kad šalis skolininkė tikrai sugebėtų grąžinti. Tai būtų tiesioginis nurašymas: nominalioji skolos vertė sumažėtų, sakysime, 25 procentais. Kitas būdas — netiesioginis nurašymas: nominalioji skolos vertė paliekama ta pati, bet tikroji skolos vertė sumažinama mažinant palūkanų normą.

Šis **skolos dovanojimo** sprendimas tam tikru požiūriu yra patrauklus. Pirmiausia jis padėtų atsikratyti pretenzijų, kad tos skolos tebėra vertos viso šimto centų už kiekvieną dolerį. Dėl to bankų balansai būtų tikresni ir lengviau suprantami. Be to, skolos šalims skolininkėms būtų valdomos, todėl ir skolininkėms, ir bankams nebereikėtų gaišti laiko deryboms, kaip dabar, kai skolininkams reikia papildomų paskolų palūkanoms mokėti arba kai atėjus paskolų grąžinimo laikui, terminą tenka pratęsti. Bet didžiausia nauda bankams kreditoriams būtų ta, kad šalys skolininkės noriau pakeltų sunkumus ir galėtų grąžinti skolas, nes matytų, kad tos skolos yra pakankamai mažos ir jos realiai gali jas grąžinti. Ir atvirkščiai, turėdamos tokias didėles skolas, jos supranta, kad vis tiek nesugebės jų grąžinti, todėl šalys neskatinamos ko nors griebtis, pavyzdžiui, didinti eksportą, kad galėtų išmokėti bent dalį skolos. Be to, sudarius tokį susitarimą, šalys skolininkės vėl galėtų įeiti į pasaulinę paskolų rinką ir gauti papildomų paskolų.

Bet paskolų nurašymas susiduria ir su rimtomis abejonėmis. Bankams kyla klausimas, kam atsisakyti kai kurių skolų grąžinimo, jeigu visada galima tikėtis, kad sąlygos kaip nors pasikeis ir visa paskola bus grąžinta. Be to, bankai nėra linkę dovanoti dalies skolų, nes, nurašydami paskolą, jie bus priversti nurašyti ir atitinkamą savo kapitalo dalį. Daugelis bankų dėl to turėtų kaupti papildomą kapitalą, kad atitiktų reikalaujamą kapitalo ir aktyvų santykį. Taigi, jeigu pasikliautume vien tik bankais, labai abejotina, ar jie sutiks mažinti skolas.

Norėdamas paskatinti juos taip pasielgti, 1989 metais iždo sekretorius Nikolas Breidis (Nicholas Brady) paskelbė naują vyriausybės iniciatyvą, žinomą **Breidžio plano** vardu. Tai buvo greičiau bendras ketinimų pareiškimas, o ne detalus planas. Pagrindinė jo mintis yra ta, kad bankai turėtų arba nurašyti dalį nominalinės paskolos vertės, arba tam tikru mastu sumažinti palūkanų normą už paskolas toms šalims, kurios įsipareigoja daryti reformas ekonomikos efektyvumui didinti. Už tai likusią paskolų vertę garantuotų arba Tarptautinis valiutos fondas (TVF), arba Pasaulio bankas, arba Jungtinių Amerikos Valstijų bei kai kurių kitų šalių, pavyzdžiui, Japonijos, vyriausybės. Šis Breidžio planas papildo Beikerio planą, o ne jį pakeičia.

Nors Breidžio planas turi aukščiau minėtų skolos dovanojimo plano privalumų, turi ir trūkumų. Vienas didžiausių trūkumų — garantija mokesčių mokėtojų pinigus įtrauktų į bankų laidavimo riziką. Taip būtų net ir tuo atveju, jei garantijas suteiktų Pasaulio bankas arba TVF; mat toms instituci-

joms galėtų prisireikti papildomų lėšų iš vyriausybių, taigi iš mokesčių mokėtojų. Antra, suma, kuri turėtų būti garantuojama, turėtų būti gerokai didesnė negu dovanojamos skolos suma. Įsiskolinusios SEŠ nori ne tik sumažinti grynąsias išmokas, dabar mokamas bankams (daugeliui iš jų tektų vėl skolintis), jos nori gauti ir naujų lėšų įplaukų, įgalinančių stiprinti ekonomiką. Bet, jeigu iš bankų reikalaujama nurašyti paskolas, jie nėra linkę teikti naujų paskolų, net jei jos ir garantuotos. Taigi norint įvykdyti Breidžio planą, gali prisireikti didelių lėšų injekcijų. Bet jo šalininkai įsivaizduoja, kad tam reikia palyginti nedidelės pinigų sumos.

Trečia aplinkybė — visiškai aišku, kad šalys skolininkės nusipelno, kad joms būtų dovanota dalis skolų. Nors per televiziją dažnai rodomi vaizdai apie skurstančius Lotynų Amerikos vaikus, tos Lotynų Amerikos šalys yra šalys, kurių pajamos yra vidutinės. Neturtingesnės šalys, kurios buvo pakankamai drausmingos ir vengė besaikio skolinimosi 8 dešimtmetyje, gali teigti, kad jos yra labiau vertos labdaros. Ketvirta, dovanojus skolas, sumažėja spaudimas silpnos ekonomikos šalims įvesti naujas griežtas programas arba griežtinti esančias, nes jos ir taip atleidžiamos nuo skolų. Penkta, jei Pasaulio bankas arba TVF prisiima tokią skolų garantavimo naštą, sumažina savo galimybes skolinti kitoms SEŠ.

Pagaliau būtų labai sunku susitarti, kokia paskolų suma turėtų būti nurašyta. Kadangi kai kurių šalių padėtis yra daug geresnė negu kitų, paskolų nurašymo dalis įvairioms šalims turėtų būti nevienoda. Kiekviena šalis stengtųsi įrodyti, kad jai nurašyti reikia daugiau, negu buvo pasiūlyta, ir galėtų atsisakyti toliau bendradarbiauti, jeigu jos reikalavimas būtų atmestas.

INDĖLIŲ DRAUDIMAS IR PASKATA PER DAUG RIZIKUOTI

1934 metais indėlių draudimas buvo aiškus atsakymas į krizę. Bankų bankrotų banga po bangos sumažino bankų skaičių trečdaliu. Ir niekas nežinojo, kiek bankų dar bankrutuos. Indėlių draudimas buvo svarbus laimėjimas. Gal ir be jo būtų buvę tik keletas naujų bankų bankrotų po 1934 m., o gal ir daug, — niekas to nežino.

Rizikos paskata

Vis dėlto indėlių draudimas turi didžiulį trūkumą. Jis skatina per daug rizikuoti. Sakysime, geras (arba naivus) dėdė paskolina jums 10 000 dolerių, kad jūs loštumėte biržoje, ir pasako, kad jums atiteks visas kapitalo prieaugis, jeigu jūsų akcijų kursas kils, bet jis padengs nuostolius, jeigu akcijų kursas kris. Tokiu atveju jūs turite paskatą pirkti rizikingas akcijas, kurių

galimybės išlošti arba patirti nuostolius yra didelės. Tokiame žaidime, kur laimėjimas — man, pralaimėjimas — tau, aš galiu pralošti ir visą šeimos ūkį.

Dabar sakykime, kad jūsų dėdė duoda 10 000 dolerių ne jums, o jūsų broliui, bet vis tiek leidžia jums pasiimti visą pinigų investavimo pelną, nepatiriant jokių nuostolių. Tada jūs esate suinteresuotas su broliu sudaryti tokį susitarimą: „Aš tau kiek nors primokėsiu, jeigu leisi man investuoti į labai rizikingas akcijas". Kadangi brolis dėl to nieko nepraranda, jis sutiks. Jeigu žaidimas baigsis blogai, nei jūsų brolis, nei jūs nieko nepralošite, pralošdėdė. Tai yra indėlių draudimo trūkumas; bankas turi paskatą teikti rizikingas paskolas, o apdrausti indėlininkai neturi priežasčių prieštarauti. Iš tikrųjų Federalinė indėlių draudimo korporacija ir Federalinė taupymo ir paskolų asociacijų draudimo korporacija šį rizikavimą subsidijuoja.

Turint galvoje šį svarbų trūkumą, iškyla įdomus klausimas: ne kodėl indėlių draudimą palietė 9 dešimtmečio pabaigos krizė, o kodėl ji vyko taip ilgai ir rimtai trukdė plėtrai. Akivaizdžiausia priežastis būtų ta, kad indėlių įstaigos nėra visiškai laisvos spręsdamos, kokiu laipsniu rizikuoti. Bankų tikrintojai taip pat turi pareikšti nuomonę, bet jie nelemia. Pirmiausia, kaip minėta 6 skyriuje, didieji bankai yra sudėtingos organizacijos, taigi jų padėtį geriau supranta bankų prezidentai, o ne tikrintojai. Antra, saugumas išreiškiamas skaičiais. Banko tikrintojas gali pateikti stiprų argumentą tada, kai viena institucija nutolsta nuo bendros linijos ir pradeda veikti taip, kaip kitos institucijos nesielgia, bet kai dauguma bankų elgiasi taip pat, tikrintojo argumentai nebebūna tokie įtikinami. Pavyzdžiui, 8 dešimtmetyje, nepaisant reguliavimo agentūrų priekaištų, bendras kapitalo rodiklis krito.

Trečia, sakysime, kad bankas nori imtis tam tikros rizikos ir dėl to bando suteikti tam tikro rizikingumo labai pelningą paskolą. Jeigu tikrintojai neleis šios paskolos teikti, bankas bandys suteikti kitą rizikingą paskolą. Galų gale tikrintojai aptiks tas rizikingas paskolas ir taip pat sustabdys jas. Tada bankas imsis kitos rizikingos veiklos, kuri nėra atspindima balanse. Taigi atsitinka tai, ką Edvardas Keinas (Edward Kane) iš Ohajo valstijos universiteto pavadino reguliavimo dialektika — užkimšus vieną skylę, atsiranda daugiau skylių. Kai šios naujosios skylės užkemšamos, vėl atsiranda naujų. Reguliavimas pažaboja per didelį rizikavimą tik tam tikru mastu, o iš esmės pakeičia tik rizikos rūšį, bet ne banko prisiimamos rizikos kiekį.

Be reguliavimo yra dar vienas veiksnys, kuris gali riboti rizikavimą — banko menedžeriai gali atsisakyti tam tikrų pajamų, siekdami išsaugoti savo darbo vietas. Šiek tiek mažesnės pajamos paprastai negąsdina vadovybės, bet kai bankas bankrutuoja, FIDK visą vyriausiąją banko vadovybę atleidžia. Ar iš tikrųjų menedžeriai, norėdami išsaugoti savo darbo vietas, mažiau rizikuoja, ar ne, — sunku pasakyti. Bet taip gali būti.

Galimas daiktas, Didžiosios depresijos prisiminimas yra dar vienas veiksnys, kuris seniau mažino rizikos laipsnį. Bankininkas, jaunystėje pergyvenęs bankų bankrotus Didžiosios depresijos metu, gali nepatikliai žiūrėti į didelę riziką.

Nesvarbu, dėl kokių priežasčių, bet ankstesniais FIDK ir Federalinės taupymo ir paskolų asociacijų draudimo korporacijos veiklos metais jos, subsidijuodamos rizikos prisiėmimą, nesukėlė rimtų problemų. Tačiau dabar tų problemų yra. Šio pasikeitimo priežastys yra kelios, nekalbant apie visiems žinomą, bet gal ir nesvarbų faktą, kad šiandieniniai bankininkai nėra patyrę 4 dešimtmečio depresijos.

Padidėjusios prisiimti riziką paskatos

Rizikavimo subsidijavimas tapo daug didesne problema, kai buvo panaikinta taisyklė *Q*. Dabar indėlių sistema kaip visuma gali tapti daug rizikingesnė nė vienai iš indėlių įstaigų nepakeitus savo santykio tarp pajamų ir saugumo. Kad pamatytume, kodėl, aptarkime indėlių sistemą, susidedančią tik iš dviejų taupymo ir paskolų asociacijų, iš kurių viena labai konservatyvi, o kita labai rizikuojanti. Kol rizikingoji įstaiga negali mokėti už indėlius didesnių palūkanų normų, jos augimas yra ribotas, nes jai yra sunku atkovoti indėlininkus iš saugiosios įstaigos. Bet vos tik jai yra leidžiama už indėlius mokėti didesnes palūkanas ir taip pasidalyti su indėlininkais didesnėmis rizikingo investavimo pajamomis, ji gali pritraukti daugiau indėlių iš saugiosios įstaigos. Rezultatas — indėliai perkeliami į rizikingesnę įstaigą, taigi vidutinis indėlių dolerio rizikingumas padidėja.

Ši problema tampa rimta tada, kai viena įstaiga patiria bankrotą. Kaip matėme 5 skyriuje, tokios įstaigos yra skatinamos skaidyti savo indėlius. Nors kai kas gali elgtis ir kitaip. Tokį indėlių išskaidymą naudoja pinigų brokeriai. Jie priima didžiulius indėlius, suskaido juos į dalis, ne didesnes kaip po 100 000 dolerių, kad tos dalys būtų apdraustos, ir deponuoja jas įstaigose, kurios moka didžiausias palūkanas, nepaisydami jų rizikingumo.

Kita pernelyg didelio rizikavimo priežastis dabar yra daug rimtesnė, nes ją yra daug sunkiau aptikti tikrintojams. Rizikos rūšys yra pasikeitusios, ir tikrintojai dar nėra visiškai prisitaikę prie tų pasikeitimų. Paskolos rizikingoms bendrovėms nebevertinamos kaip pernelyg rizikingos. Mat palūkanų normos paįvairėjo, ilgalaikiai vertybiniai popieriai, net įsipareigojimų nevykdymo rizikos neturinčios vyriausybės obligacijos, tapo rizikingesnės toms institucijoms, kurių pasyvų terminai yra trumpesni negu aktyvų. Kai 1980 metais buvo beveik sunaikintas Pirmasis Pensilvanijos bankas, paaiškėjo, kad to pagrindinė priežastis buvo ne negrąžintos paskolos, o obligacijų paketo nuostoliai.

Užsienio paskolos irgi yra padidėjusios, ypač SEŠ vyriausybėms. Paskolas silpnos ekonomikos šalims yra sunkiau įvertinti negu savo šalies korporacijoms. Šalys neskelbia balansų ataskaitų ir niekas negali pasakyti, kokio dydžio bus politinis spaudimas nevykdyti įsipareigojimų. Be to, bankai praktikuoja naujas rizikos rūšis, naudodamiesi savo holdingo bendrovėmis,

kad galėtų įsiskverbti į kitas verslo šakas ir atlikti nebalansinį finansavimą. Daug nepastovesni valiutų kursai taip pat padidino potencialius bankų nuostolius. Tikrintojams sunku įvertinti tokias netikėtas rizikos rūšis.

Kitas būdas, kuriuo indėlių įstaigos ėmė labiau rizikuoti, yra daug subtilesnis. Metai po metų konkurencija bankininkystėje labai padidėjo. Dabar daug lengviau pradėti bankininkystės verslą, įregistravus nacionalinį banką, negu iki 7 dešimtmečio. Be to, barjerai filialams steigti nunyko, bankai ėmė veikti vienas kito teritorijoje, tuo padidindami konkurenciją. Taupomosios organizacijos dabar gali konkuruoti su bankais dėl verslo paskolų ir siūlydamos čekinius indėlius. Toks konkurencijos padidėjimas sumažino bankų registravimo svarbą. Kol banko registravimas buvo labai svarbus, bankai buvo suinteresuoti neprarasti savo registracijos, kad galėtų gauti monopolinius pelnus. Beveik vienintelis būdas banko registracijai prarasti buvo bankrotas. Todėl bankas buvo labai suinteresuotas pernelyg nerizikuoti, nes rizika būtų galėjusi būti banko bankroto priežastis, ir bankas būtų praradęs registraciją. Bet mūsų dienomis, kai banko registracija nebėra toks vertingas turtas, bankas mažiau praranda, jeigu pernelyg smarkiai rizikuoja ir bankrutuoja.

Rizikos paskatų problemos sprendimas

Pernelyg didelės rizikos problemai spręsti buvo iškelta keletas pasiūlymų, ir kai kurie iš jų buvo įdiegti 1989 metais. Suprantama, kiekvienas sprendimas turi savo kliuvinių. Bet tas faktas, kad mes aptarsime kai kuriuos visų rekomendacijų trūkumus, nebūtinai reiškia, kad tos rekomendacijos yra nenaudingos. Rimtas problemas pakeisti ne taip rimtomis yra naudinga.

Administravimo tobulinimas. Niekas negali prieštarauti, kad reikia didinti indėlių draudimo sistemos administravimo efektyvumą. Geresnis taupymo ir paskolų asociacijų draudimo sistemos administravimas, be abejo, buvo svarbus 1989 metų sistemos reformos komponentas. Būtų buvę naudinga dar ir papildomos reformos. Bet administravimo gerinimas negali peržengti politinių ir administracinių ribų. Bėda yra ne tai, kad nėra potencialios priemonės, galinčios taupyti FIDK ir Taupomųjų organizacijų priežiūros įstaigos (TOPĮ) pinigus.

Paprastai nebūna visiškai aišku, ar apdraustoji institucija iš tikrųjų bankrutuos, ar sugebės kaip nors atsigauti, jei turės tokią galimybę. Todėl jeigu TOPĮ bandytų uždaryti instituciją, kuri, jos manymu, netrukus bankrutuosianti, ta institucija galėtų paduoti TOPĮ į teismą ir apskųsti tokį jos veiksmą kaip savavališką, todėl nekonstitucinį nuosavybės atėmimą. Bet jeigu TOPĮ lauks, kol tos institucijos nuosavasis kapitalas taps neigiamas, draudimo fondas, tą instituciją galutinai uždarius, patirs nuostolių. Be to,

institucija, kurią rengiamasi uždaryti, gali bandyti suorganizuoti Kongreso spaudimą TOPĮ; Kongreso nariai nenori, kad institucijos jų rajonuose būtų uždaromos.

Riziką atitinkantys draudimo įnašai. Kita galimybė yra dabartinę tvirtų draudimo įnašų sistemą pakeisti į **riziką atitinkančius draudimo įnašus**, priklausančius nuo institucijos rizikingumo. Jeigu prastas vairuotojas privalo mokėti daugiau už automobilio draudimą, kodėl rizikingesnis bankas neturėtų mokėti didesnių draudimo įnašų? Teisės labiau rizikuoti pardavimas pritaikytų kainų mechanizmą prie draudimo sistemos; to ir siekia daugelis ekonomistų.

Bet atsiranda bėdų. Pirmiausia, ši rizika nėra rizika dėl galimo institucijos bankroto, o yra rizika, kad FIDK gali tekti išmokėti didžiulę pinigų sumą. Rizika priklauso nuo to, ar greitai tikrintojai išsiaiškina, kad institucija yra nesaugi, ir ją uždaro. Sakysime, bankas naudoja 90 procentų savo aktyvų lošti rulete Las Vege. Jei FIDK uždaro ją anksčiau negu jos kapitalas bus praloštas, FIDK nepatiria nuostolių. Bet įvertinti potencialius FIDK nuostolius yra gal dar sunkiau, negu institucijos balanso rizikingumą. Be to, draudimo įnašas turėtų būti perskaičiuotas greitai, vos tik institucija ryžtasi didesnei rizikai — kol tikrintojai ateis, gali būti jau per vėlu.

Didesnis kapitalo ir aktyvų rodiklis bei apskaita rinkos verte. Atrodytų, savaime suprantamas dalykas yra padidinti kapitalo ir aktyvų santykio reikalavimus; taip iš tikrųjų buvo padaryta 1989 metų įstatyme. Turėdamos didesnę nuosavojo kapitalo dalį, institucijos būtų ne taip suinteresuotos rizikuoti. Daug svarbiau yra tai, kad griežtesni kapitalo reikalavimai sumažintų nuostolius, kuriuos patiria draudimo agentūros, kai institucijos iš tikrųjų bankrutuoja. Sakykime, pavyzdžiui, kad reikalaujamas kapitalo ir aktyvų santykis yra 2 procentai. Tarkim, kad per laikotarpį tarp patikrinimų bankas prarado apie 3 procentus savo aktyvų. Kai tikrintojai nustato, kad bankas žlunga, ir tenka jį uždaryti, FIDK jau gali būti patyrusi nuostolius, lygius 1 procentui banko aktyvų. O dabar, sakysim, reikalaujamas kapitalo ir aktyvų santykis buvo 6 procentai. Tada, banką uždarius (ar, greičiau, sujungus su kitu banku), dėl kapitalo trūkumo FIDK nuostolių nepatiria. Be to, jei bankas turi daugiau kapitalo ir jo akcininkai valdo didesniąją jo dalį, bankas yra ne taip linkęs rizikuoti, todėl žlugimo galimybė sumažėja.

Bet ir dėl šio sprendimo ne viskas aišku. Kapitalas nėra toks turtas, kurį bankas laikytų savo saugyklose. Tai yra tik sąskaitybos įrašas — skirtumas tarp banko aktyvų ir pasyvų. Kapitalo suma, parodyta banko apskaitoje, taip pat priklauso nuo jo aktyvų įvertinimo. Ir ši nustatytoji vertė nebūtinai yra tiksli vertė. Nors banko paskola yra aiškiai nepatikima, pavyzdžiui, skolininkas už ją nemoka palūkanų, bankas gali fiksuoti tokią paskolą savo apskaitoje nominaline verte. Taip dabar bankai savo apskaitoje fiksuoja visa nominaline verte kai kurias paskolas SEŠ, nors tų paskolų grąžinimo tikimybė yra labai maža.

Taigi norint garantuoti, kad bankas turi pakankamai kapitalo ir FIDK yra apdrausta, aktyvai būtinai turėtų būti vertinami tikra rinkos verte, o ne pradine įsigijimo verte. Tai yra vadinama **apskaita rinkos verte**. Kai kuriuos aktyvus, pavyzdžiui, plačiai perkamas ir parduodamas obligacijas, taip žymėti būtų nesunku, bet kitus, pavyzdžiui, paskolas, sąskaitininkams būtų sunku tiksliai įvertinti rinkos verte. O dar rimtesnė bėda, minėta aukščiau, yra ta, kad indėlių įstaigos labai prieštarautų dėl savo aktyvų vertės fiksavimo sąskaitose jų tikrąja rinkos verte. Taip būtų ne vien dėl to, kad tai labai sumažintų daugelio bankų, ypač tų, kurie yra suteikę dideles paskolas SEŠ, apskaitoje rodomą kapitalą, bet ir dėl to, kad daug taupomųjų organizacijų turėtų parodyti neigiamą kapitalą ir bankrutuoti, nes kai kurios hipotekinės jų paskolos sąskaitose rodomos su mažesnėmis, negu vyrauja dabar, palūkanų normomis.

Indėlių įstaigos irgi prieštarauja dėl kapitalo ir aktyvų santykio reikalavimų didinimo, nes joms daugiau kainuotų įsigyti lėšų parduodant akcijas, negu skolinantis iš indėlininkų. Be to, kapitalo reikalavimų padidinimas galėtų būti ne toks efektyvus, kaip atrodo iš pirmo žvilgsnio, nes kai kapitalo atsarga yra didesnė, tikrintojai, pasinaudoję tuo faktu, gali uždelsti nesaugios įstaigos uždarymą. Finansinės, kaip ir politinės banko arba taupomosios organizacijos bankroto išlaidos skatintų palaukti, tikintis, kad padėtis pagerės.

Ar gali didesni kapitalo reikalavimai rimtai padėti apsaugoti FIDK, turint tokias problemas — kapitalo įvertinimo sunkumus, pramonės opoziciją ir tikrintojų neveiklumą? Gal ir gali, bet ir vėl — apsauga būtų mažesnė, negu atrodo iš pirmo žvilgsnio.

Su tuo siejasi rekomendacija reikalauti, kad bankai ir taupomosios organizacijos turėtų daugiau antrinio, tai yra skolinto kapitalo. Toks skolintas kapitalas apsaugotų FIDK, kaip ir pirminis kapitalas. Tai pabrangintų indėlių įstaigoms per didelę riziką, nes investitoriai, į obligacijas įdėję antrinį kapitalą, reikalautų didesnių palūkanų normų už obligacijas, kad jos kompensuotų didesnę riziką. Prieš įsigydami obligacijų, investitoriai žiūrėtų, kas slypi už apskaitoje rodomos banko aktyvų vertės, ir, jeigu manytų, kad realioji banko kapitalo vertė yra lygi nuliui, tokių obligacijų nepirktų. Be to, jei banko išleistos obligacijos būtų iš karto pardavinėjamos su dideliu diskontu, tai būtų signalas FIDK, kad bankas yra tapęs rizikingesnis, todėl turėtų būti atidžiau patikrintas. Žinoma, būtų bėda nedideliems bankams, kurie kapitalo rinkoje nežinomi, — jie labai sunkiai galėtų parduoti savo obligacijas, ir tai jiems labai daug kainuotų.

Didesnis informacijos viešumas. Kitas pasiūlymas, tam tikru mastu panaudotas FIDK, yra didesnis informacijos viešumas. Jei bankai turi pateikti daugiau informacijos apie savo aktyvų kokybę (pavyzdžiui, apie šalis, kurioms yra suteikę didelių paskolų), jie turi didesnę paskatą nepriimti į savo sąskaitas rizikingų aktyvų. Toks sprendimas yra puolamas iš dviejų pu-

sių. Kai kas teigia, kad didesnis informacijos viešumas turėtų per didelį efektą — dėl to indėlininkai imtų trauktis iš banko. Kiti sako kaip tik atvirkščiai, — kad net didieji indėlininkai nereaguoja į nepalankias žinias apie savo banką, nes tikisi, kad FIDK juos apgins.

Draudimo ribų mažinimas. Dar viena galimybė yra skatinti indėlininkus patiems labiau sekti savo bankų ir taupomųjų įstaigų rizikingumą. Vienas iš būdų būtų mažinti draudimo ribą gal iki 50 000 dolerių arba net iki 10 000 dolerių. Kitas būdas yra teikti tik dalinę indėlių apsaugą jų praradimo atveju.

Kaip ir didesnis informacijos viešumas, šis pasiūlymas gali būti puolamas iš abiejų pusių. Kai kas sako, kad indėlininkai nelabai žiūrėtų pavojaus patirti nuostolius; viena, jie negali gauti patikimos informacijos apie banko saugumą, o antra, dėl to, kad verslo indėlininkai (jie sudaro daugumą didžiųjų indėlininkų) pirmiausia rūpinasi iš banko gaunamomis paskolomis ir paslaugomis. Kiti yra susirūpinę, kad indėlininkai bus per jautrūs banko rizikingumui, taigi atsiims indėlius iš banko, vos tik kilus įtarimui dėl galimų banko sunkumų, ir taip sukels bankų bankrotus. Idealieji indėlininkai neatsiimtų indėlių, bet paprasčiausiai spaustų banką reikalaudami už indėlius mokėti didesnes palūkanas. Žinoma, tai nerealu. Ižd ininkas, turintis indėlį bankrutuojančiame banke, nelabai galėtų paaiškinti bendrovės prezidentui, kad jis žinojęs apie banko rizikingumą, bet laikęs tame banke indėlį todėl, kad bankas mokėjęs 2 procentais didesnes palūkanas.

Be to, draudimo ribų mažinimas arba tokios sistemos įvedimas, kad indėlininkai prisiimtų kai kurias bankų bankroto išlaidas, nenaudinga nedideliems bankams. Labiau informuoti indėlininkai supranta, kad nepaisant ką sako, FIDK nėra linkusi leisti kuriam nors iš didžiausių bankų bankrutuoti. Taigi, jei indėlių draudimas bus apkarpytas, indėlininkai turės paskatą savo indėlius perkelti iš smulkių bankų į nedidelę didžiųjų bankų saujelę. Paskutinė svarbi aplinkybė, — kai administracija 1989 metais paketino pažeminti draudimo ribas, ji susilaukė didžiulės opozicijos.

Privatusis draudimas. Daug radikalesnis pasiūlymas yra panaikinti arba sumažinti vyriausybinį indėlių draudimą ir pasikliauti privačiu draudimu. Šiai privačių draudimo bendrovių visiškai apdraustų indėlių idėjai buvo aiškiai nepritarta, nes dėl masinių indėlių įstaigų bankrotų gali bankrutuoti ir draudimo bendrovės. (Kas laimėtų tuo atveju, jeigu, siekdama išspręsti šią problemą, vyriausybė apdraustų draudimo bendroves?) Praktiškesnis pasiūlymas yra toks: reikalauti, kad bankai ir taupomosios organizacijos apdraustų indėlius privačiai — iki tam tikros sumos, kurią draudimo bendrovės realiai galėtų tikėtis padengti, ir turėti FIDK draudimą tik tų indėlių, kurie prašoka šią sumą.

Apsaugotas bankas. Dar radikalesnis teikimas yra dalyti bankus į dvi kategorijas. **Nuo galimo bankroto apsaugoti bankai** leistų apdraustus čeki-

nius indėlius ir investuotų tik į absoliučiai saugius ir dėl to nelabai pelningus aktyvus, pavyzdžiui, iždo vekselius[4]. Kitos kategorijos bankai teiktų verslo paskolas ir turėtų kitų rūšių rizikingų aktyvų, bet negalėtų turėti čekinių indėlių arba apdraustų terminuotųjų indėlių. Palūkanos, kurias antrieji bankai turėtų mokėti už pritraukiamas lėšas, būtų didesnės už apdraustų indėlių palūkanų normą tiek, kad kai kurie žmonės atsisakytų didesnio apdraustųjų ir čekinių indėlių saugumo ir likvidumo. Kadangi priėmus šį pasiūlymą, FIDK būtų beveik visiškai apdrausta, nelabai tikėtina, kad visuomenė jį priimtų. Saugių bankų įplaukų norma būtų nedidelė, todėl bankai galėtų mokėti žemesnes palūkanas arba turėtų imti didesnius negu paprastai banko operacijų mokesčius. Indėlininkams tai nepatiktų. Be to, tai paskatintų bankus ieškoti būdų, kaip apeiti įstatymus ir leisti laikantiems lėšas antrosios kategorijos bankuose pervesti jas kaip pinigus į čekinę sąskaitą. Taigi sistema visą laiką trūkinėtų. Be to, kaip jau minėta 2 skyriuje, būtų prarasti kai kurie tarpininkavimo pranašumai, pavyzdžiui, padidėjęs likvidumas ir mažesnė rizika.

Finansų įstaigų reformos, atkūrimo ir sustiprinimo aktas: įvertinimas

Po to, kai 1989 metais Kongresas priėmė Finansų įstaigų reformos, atkūrimo ir sustiprinimo aktą (FĮRASA), ankstesnė diskusija apie įvairius indėlių draudimo sistemos apsaugos būdus gali pasirodyti esanti nebesvarbi. Kongresas patvirtino du ką tik minėtus pasiūlymus. Jis padidino kapitalo reikalavimus ir pasirinko valdymo tobulinimą griežtindamas įstatymus. Žinoma, dar visiškai neaišku, ar tai bus efektyvu.

Pagal FĮRASA įvesti kapitalo reikalavimai taip ir liko maži. Be to, skaičiuojant kapitalą, aktyvai, kaip ir anksčiau, bus vertinami jų įsigijimo verte. Jei palūkanų normos didės, o hipotekų vertė dėl to kris, taupymo ir paskolų asociacijos neprivalės mažinti ataskaitose rodomo kapitalo ir atspindėti tų pasikeitimų. Taigi, jei didėjančios palūkanų normos ir mažėjančios pajamos iš hipotekų duoda nuostolius, dėl to mažėjant kapitalui, bankrutuojančios įstaigos gali ir toliau veikti tol, kol jų nuosavasis kapitalas taps neigiamas, ir draudimo fondas patirs nuostolius.

Daug kas priklausys nuo to, ar tikrintojai uždarys žlungančias taupomąsias organizacijas pakankamai greitai. 8 ir 9 dešimtmetyje tas nebuvo padaryta iš dalies dėl to, kad Federalinė taupymo ir paskolų asociacijų draudimo korporacija ir Federalinė vidaus paskolų bankų taryba, kurios tuo metu prižiūrėjo taupymo ir paskolų asociacijų veiklą, turėjo dvigubą tikslą. Jos turėjo skatinti taupymo ir paskolų asociacijų veiklą, kad jos teiktų pa-

[4] Saugaus banko idėja yra panaši į seną idėją, vadinamą 100 procentų bankininkyste, kuri reikalavo, kad bankai laikytųsi 100 procentų rezervų normos.

kankamai lėšų hipotekinėms paskoloms, be to, privalėjo uždaryti rizikingas taupomąsias organizacijas, nes turėjo apsaugoti draudimo fondą. Šie du tikslai buvo nesuderinami. Dėl to Kongresas panaikino Federalinę taupymo ir paskolų asociacijų draudimo korporaciją ir Vidaus paskolų bankų tarybą ir perdavė jų darbus Taupomųjų organizacijų priežiūros įstaigai ir FIDK. Bet ši reorganizacija taip pat gali būti neefektyvi. Reikės toliau ieškoti išeities. Politikai ir toliau spaus tikrintojus, siekdami padėti savo rajonuose gyvenantiems rinkėjams. Tikrintojai nenori uždarinėti įstaigų, nes bijo, kad paaiškės, jog reikalai yra prasti. Jiems yra geriau atidėti sprendimą, kol patys pasitrauks iš tarnybos ir jų vietas užims kiti (tai yra laikytis principo „ne mano reikalas"). Be to, dažnai įstaigos uždarymo klausimas nėra visiškai aiškus, todėl visai natūralu, kad siekiama išvengti sprendimo, kuris paliktų žmones be darbo. Kadangi tikrintojai nenori uždaryti bankrutuojančių įstaigų, FĮRASA yra sugriežtintas, ir tikrintojams neleidžiama delsti.

FĮRASA irgi silpnina taupymo ir paskolų asociacijas dviem būdais. Pirmiausia, kaip jau aukščiau minėta, didindamas draudimo išmokas ir perimdamas kai kurias lėšas iš federalinių vidaus paskolų bankų, jis mažina taupymo ir paskolų asociacijų pajamas. Antra, FĮRASA gresia taupomųjų organizacijų saugumui, nes didina iki 70 procentų (buvo 60 procentų) reikalavimą aktyvus laikyti hipotekinių paskolų ir su hipotekomis susijusių investicijų forma. Tada taupomosios organizacijos gautų tam tikrų privilegijų, kurių neturi bankai, pavyzdžiui, jos galėtų skolintis iš Federalinio vidaus paskolų banko ir laisviau reguliuoti filialus.

Taupomųjų organizacijų bėdos prasidėjo pirmiausia dėl to, kad jos patyrė nuostolius, kai rinkos palūkanų normos padidėjo, o pajamos už senas hipotekines paskolas sumažėjo. Kad išspręstų šią problemą, joms buvo suteikta teisė teikti įvairesnes paskolas, kad turėtų galimybę taip smarkiai nekoncentruoti savo aktyvų teikdamos vien tik hipotekines paskolas. Dažnai jos piktnaudžiaudavo tuo. Bet tai nereiškia, kad didelė hipotekinių paskolų koncentracija taupomosioms organizacijoms laiduoja saugumą. Dabar nemaža dalis jų hipotekų paketo susideda iš kintamų palūkanų hipotekinių paskolų. Bet dauguma iš tų hipotekų yra išduotos nurodant ribas, kiek ir kokiu greičiu palūkanų norma gali didėti, todėl net kintamų palūkanų hipotekos taupomosioms organizacijoms sudaro tam tikrą palūkanų normos riziką. Taigi politika, verčianti taupymo ir paskolų asociacijas laikyti hipotekinėse paskolose 70 procentų savo aktyvų, yra abejotina.

Ar padidėjęs hipotekinis skolinimas, kaip reikalauja FĮRASA, išlaikys ramybę, ar sukels naują krizę, priklauso nuo to, kaip greitai kils rinkos palūkanų normos. Kaip paaiškinsime 14 skyriuje, tai iš dalies priklauso ir nuo infliacijos lygio. Jeigu makroekonominė politika, siekianti, kad būtų išvengta didelės infliacijos ir didelių nuosmukių, bus sėkminga, tada tikriausiai išvengsime kitos taupomųjų organizacijų krizės. Bet jeigu infliacija (taigi ir palūkanų normos) staiga padidės arba jeigu didelis nuosmukis sukels didžiulius taupomųjų organizacijų nuostolius, tada gali būti, kad įvyks kita

taupomųjų organizacijų krizė ir prisireiks naujo laidavimo. Žinoma, yra galimybė, kad taupomųjų organizacijų, kaip visumos, problemos svarba gali sumažėti, gal ir smarkiai. Kaip jau minėjome 2 skyriuje, apsauga yra mažėjanti taupomųjų organizacijų rinkos niša, o kaip minėjome 5 skyriuje, FĮRASA leidžia bankams prisijungti taupomąsias organizacijas ir paversti jas savo filialais.

Indėlių draudimo perspektyva

Šioje vietoje optimistas gali pasakyti, kad atsakymas dėl draudimo fondų apsaugos nuo per didelės rizikos yra neaiškus. Pesimistas gali sakyti, kad nėra jokio atsakymo: nei aiškaus, nei kitokio. Ko gera, tiesa yra tarp šių dviejų teiginių: kalbame apie politiką, kuri palengvina uždavinio sprendimą, bet jo neišsprendžia.

Mat net jeigu per didelės rizikos problema ir neišspręsta, ji nėra tokia rimta, kaip galėtų būti, jeigu nebūtų Federalinės indėlių draudimo korporacijos ir Taupomųjų organizacijų priežiūros įstaigos. Jeigu nebūtų buvę indėlių draudimo, 8 dešimtmetyje indėlininkai tikrai būtų pradėję atsiimti indėlius iš taupomųjų organizacijų, kai dėl palūkanų normų didėjimo daugelis iš tų organizacijų faktiškai buvo tapusios nemokios. Arba, sakysime, nesant draudimo, bankai suteikė paskolas SEŠ. 9 dešimtmečio pradžioje daug tokių didelių bankų tikriausiai būtų bankrutavę. Bet kuris iš 8 ir 9 dešimtmetyje įvykusių bankrotų būtų sukėlęs bankų bankrotų grandinę.

Indėlių atsiėmimas iš bankų negali ir neprivalo sukelti drastiško pinigų kiekio sumažėjimo; mat Federalinių rezervų sistema turi būdų, kuriuos paaiškinsime 21 skyriuje, ir galėtų suteikti bankams papildomų rezervų padidėjusiam dėl indėlių atsiėmimo pinigų poreikiui patenkinti. Dauguma lėšų, išimamų iš vieno banko, vis tiek bus vėl įnešta į kitą. Taigi pinigų kiekis nesumažės, kaip būtų, jeigu nebūtų FIDK. Kai kurių pagrindinių bankų bankrotai irgi turėtų labai griaunamą poveikį. Jei nebūtų buvę Federalinės taupymo ir paskolų asociacijų draudimo korporacijos, ir nemokios taupomosios organizacijos būtų žlugusios, būtų žymiai sumažėjęs indėlininkų turtas. Tai, savo ruožtu, būtų sukėlę gyventojų pajamų ir vartojimo sumažėjimą.

BANKININKYSTĖS ATSKYRIMAS NUO KITŲ VERSLO SRIČIŲ

5 skyriuje paaiškinome, kaip bankai gali naudoti holdingo bendroves, kad galėtų įsiskverbti į sritis, glaudžiai susijusias su bankininkyste. Pastaraisiais metais jie labai siekė, kad būtų išplėstas verslo sričių, į kurias jiems leidžiama įsiskverbti per savo holdingo bendrovių dukterines įmones, sąrašas. Taip yra dėl to, kaip minėta 6 skyriuje, kad bankai yra praradę didelę sa-

vo pagrindinės rinkos dalį. Dėl to bankai ieško pelningų galimybių už savo tradicinių veiklos sričių.

Prašydami išplėsti galimybes, bankai teigė, kad teikdami įvairias finansų paslaugas, pavyzdžiui, drausdami gyvybę ir korporacijų vertybinius popierius, jie galėtų padėti vartotojams, nes tada padidėtų konkurencija rinkoje. Be to, jie teigė, kad pastaraisiais metais barjerai tarp bankininkystės ir kitų veiklos sričių sunyko, nes dabar nefinansinės firmos konkuruoja su bankais. Pavyzdžiui, „Sears Roebuck" veikia pinigų rinkoje per savo filialus, „Ford Motor Company" konkuruoja su bankais, ir ne tik teikdama automobilių paskolas, bet ir per didžiulę taupymo ir paskolų asociaciją „First Interstate Bank", kurią ji valdo.

Pramonės šakų, į kurias bankai stengiasi įsiskverbti, firmos labai priešinasi. Jos teigia, kad bankai iš vyriausybės gauna tam tikrų privilegijų, tai yra indėlių draudimą. Jos tvirtina, kad bankai gali įsigyti lėšų pigiau negu jos, todėl atsiranda nesąžininga konkurencija. Be to, bankai labiau stengiasi teikti paskolas savo filialų klientams, ir dėl to taip pat atsiranda nesąžininga konkurencija. Bet toli gražu neaišku, ar bankai iš tikrųjų stengiasi teikti pirmenybines paskolas savo filialų klientams. Paprastai jie yra suinteresuoti teikti paskolas tiems, kas gali mokėti didesnes palūkanas, nepaisydami, kas yra tas klientas.

Bet daugiausia pasakantis dalykas šiame ginče yra tai, kad įsismelkimas į kitas šakas bankams būtų rizikingas. Tai priklauso nuo trijų veiksnių: 1) šakos, į kurią bankas skverbiasi, rizikingumo, 2) tų šakų ir bankininkystės rizikos santykio ir 3) galimybės pastatyti patikimas **„gaisrasienes"** tarp bankų ir jų filialų, kad bankai būtų apsaugoti nuo filialų patiriamų nuostolių. Du pirmieji kriterijai numato, kad bankams būtų leidžiama skverbtis į šakas, kuriose yra nedidelė rizika (pavyzdžiui, parduoti draudimo polisus), arba šakas, kuriose pelnas mažai skiriasi nuo bankininkystės pelno.

Trečias kriterijus, „gaisrasienių statymas", yra kiek keblesnis. Jis reikalauja, kad ryšys tarp banko ir jo nebankinės dukterinės firmos būtų toks, kad dukterinei firmai bankrutuojant, bankas nebūtų atsakingas už jos skolas. Bet tai dar ne viskas. Turi būti užkirsta galimybė tokiam atvejui: nebankinei dukterinei firmai žlungant, bankas bando ją paremti, dėl to atsiranda pavojus jo paties mokumui, gresia nuostoliai FIDK. Bankai yra suinteresuoti paremti silpnas dukterines firmas ne tik dėl to, kad nori apsaugoti jose savo investicijas, bet ir dėl to, kad dukterinės firmos bankrotas neigiamai atsiliepia pačiam bankui. Taigi bankai gali bandyti teikti paskolas savo dukterinėms firmoms net ir tuo atveju, kai jų rizikingumas yra padidėjęs labiau, negu firmų, kurioms bankas paprastai skolina. Kartais bankas gali pirkti kai kuriuos rizikingus savo dukterinės firmos aktyvus kaina, prašokančia tikrąją jų rinkos vertę. Pavyzdžiui, dukterinė firma, teikianti vartojimo paskolas, gali parduoti abejotiną paskolą bankui už kainą, kurioje neįvertintas tos paskolos vertės sumažėjimas. Žinoma, tokią veiklą galima uždrausti, bet išlieka klausimas, ar draudimai gali būti pakanka-

mai aiškiai apibrėžti, kad tikrintojai galėtų juos efektyviai kontroliuoti. Tai keblus teisinis klausimas.

Dauguma ginčų dėl bankininkystės atskyrimo nuo kitų verslo sričių sudėta į Glaso ir Stygolio (Glass–Steagall) aktą. Šis įstatymas, priimtas 1933 metais, atskyrė komercinę bankininkystę nuo investicinės. Tai buvo padaryta tikint, kad leidimas tai pačiai įstaigai būti ir komerciniu, ir investiciniu banku lėmė rizikingą bankininkystės veiklą; daugiausia dėl to vyko masiniai 4 dešimtmečio bankų bankrotai[5]. Dabar mes žinome, kad toks bankų bankrotų Didžiosios depresijos metu priežasties aiškinimas buvo klaidingas, todėl ilgainiui, po tikrintojų interpretavimų ir teismų sprendimų, Glaso ir Stygolio akto draudimai buvo gerokai apriboti. Taigi komerciniams bankams buvo leista drausti komercinius vertybinius popierius, o su tam tikromis išlygomis — ir korporacijų obligacijas. Suprantama, bankai, ypač didieji, nori, kad Glaso ir Stygolio aktas būtų dar labiau apribotas arba, dar geriau, visiškai panaikintas. O bankininkai, veikiantys investicijų srityje, norėtų, kad apribojimai būtų dar griežtesni, nes jiems nepatinka komercinių bankų konkurencija. Ši kova dabar yra tapusi amžinu Kongreso diskusijų objektu.

KORPORACIJŲ SKOLOS DIDĖJIMAS

9 dešimtmetyje Jungtinėse Amerikos Valstijose gyventojų, nefinansinio verslo ir vyriausybės skola didėjo daug greičiau negu BNP. Suprantama, tai sukėlė susirūpinimą. Vyriausybės skolos didėjimas atspindi pažįstamą federalinio biudžeto deficito problemą, o gyventojų skola bent jau iš dalies atsirado dėl vaikų gimstamumo bumo, nuo kurio pasikeitė gyventojų amžiaus struktūra. Čia panagrinėsime nefinansinio verslo skolos didėjimą.

Pastaraisiais metais nefinansinio verslo skola didėjo daug greičiau negu nefinansinio verslo pajamos. Palūkanų išmokos už paskolas 1989 metų pradžioje sudarė beveik pusę to verslo apmokestinamų pajamų, maždaug dvigubai daugiau negu prieš dešimtmetį. Diduma šios skolos padidėjimo susidarė ne dėl naujų investicijų į verslą, o dėl korporacijų reorganizacijos: korporacijos skolinasi pinigų norėdamos atpirkti savo išleistas akcijas. Dramatiškiausi pavyzdžiai yra **atpirkimai, paremti dideliais skolų įsipareigojimais**: nedidelė investitorių grupė, dažnai įskaitant bendrovės menedžerius, atperka iš akcininkų akcijas, naudodama lėšas, gautas už išleistas šiukšlines obligacijas, ir už trumpam laikui skolintas iš banko lėšas. Taip įkuriama bendrovė su dideliais įsipareigojimais. Dažnai po to parduodami kai kurie korporacijos padaliniai ir grąžinama dalis skolintų lėšų.

[5] Netikusios bankų praktikos pavyzdys būtų teikti paskolas rizikingoms firmoms vien todėl, kad bankas yra pasirašęs tos firmos obligacijas ir nenori, kad tos obligacijos liktų neišpirktos.

Didelė skola slegia korporacijas; dažnai tokie atpirkimai, finansuojami daugiausia leidžiant šiukšlines obligacijas, yra labai kritikuojami. Iš pirmo žvilgsnio gali atrodyti, kad ta kritika yra naivi. Šiaip mes pasitikime korporacijų pelno maksimizavimu, taigi ar verta rūpintis, kad korporacija nusprendžia skolintis daugiau? Jeigu sprendimas pasirodys esąs blogas, pirmiausia, — kaip ir turi būti, — nukentės akcininkai. Kitiems dėl to nereikėtų rūpintis.

Tokiam optimistiniam požiūriui, žinoma, yra pagrindo, bet jis ignoruoja faktą, kad padidėjęs korporacijų įsiskolinimas veikia ir kitus, ne vien tik akcininkus. Jei padidėjęs rizikingumas dėl paskolų finansavimo sukelia korporacijos bankrotą, dauguma jos kreditorių, įskaitant tiekėjus ir skolintojus, patiria nuostolius. Galimas daiktas, kas nors paprieštaraus ir sakys, kad tie kreditoriai patys apsigins: susidūrę su korporacijomis, turinčiomis didelius skolų įsipareigojimus, skolintojai reikalaus didesnių palūkanų, o tiekėjai aukštesnių kainų. Bet šis argumentas nėra patikimas. Sunku įsivaizduoti, išskyrus vieną kitą atvejį, kad tiekėjas, teikiantis prekes kreditan, imtų iš korporacijų, turinčių didelius skolų įsipareigojimus, aukštesnę kainą. Be to, teigiant, kad skolintojai už naujas paskolas iš šių rizikingų korporacijų ims didesnes palūkanas, reikia pagalvoti, kas atsitiks su anksčiau išleistų obligacijų turėtojais. Jie patirs nuostolius, kai tik padidėjęs atpirkimas padidins korporacijos obligacijų rizikingumą ir dėl to sumažės jų vertė.

Be to, yra ir potencialių makroekonominių efektų. Kadangi įsiskolinimai didėja, randasi vis daugiau šiukšlinių obligacijų, taigi finansų sistema darosi lengviau pažeidžiama. Federalinė rezervų sistema turėtų numatyti, kad griežtesnė pinigų politika, laikinai padidinant nominalines palūkanų normas, gali lemti daugelio korporacijų bankrotus ir dėl to sukelti nuosmukį. Taigi ji gal net nenorėtų įgyvendinti griežtesnės politikos, nors ir labai reikėtų pažaboti infliaciją. Pagaliau vyriausybė taip pat nukenčia, kai korporacijos pakeičia akcinį kapitalą į skolintas lėšas, nes tada jos gali išskaičiuoti palūkanų išmokas iš savo apmokestinamų pajamų. Kitais žodžiais tariant, padidėjusį skolų naudojimą vietoj akcinio kapitalo iš dalies sąlygoja faktas, kad netobula mokesčių sistema subsidijuoja skolinimąsi[6].

Taigi susirūpinimas dėl atpirkimų, susijusių su per dideliais skolų įsipareigojimais, neturėtų būti paliktas nuošalyje sakant, kad „rinka žino geriausiai". Tai nebūtinai reiškia, kad vyriausybė turėtų kištis ir riboti atpirkimus, paremtus dideliais įsipareigojimais, ir kitas atpirkimo formas. Taip darydama, ji užkirstų kelią kai kuriems tinkamiems, bet ir kai kuriems netinkamiems atpirkimams. Bent jau kai kuriais atvejais menedžmento padiktuoti atpirkimai gali gerokai padidinti korporacijos produktyvumą. Be to,

[6] Kitas argumentas prieš atpirkimus, paremtus dideliais skolų įsipareigojimais, yra tas, kad šiai veiklai naudojamas kapitalas, kuris turėtų būti investuojamas efektyviau. Bet šiuo atveju užmirštamas faktas, kad kai iš akcininkų akcijos yra atperkamos, akcininkai įsigyja papildomų lėšų investicijoms. Tik tam tikru mastu akcininkų gaunamos pajamos iš tokių atpirkimų stimuliuoja vartojimą, o ne investavimą.

nėra pakankamai aišku, koks yra socialiai optimalus atpirkimo lygis. Gal dabartinis lygis nėra per aukštas.

REGULIAVIMO STRUKTŪRA

Nepaisant to, ar reguliavimo sistema būtų suprastinta panaikinant kai kurias agentūras ir stiprinant kitas, nelabai panašu, kad tai bus padaryta artimoje ateityje. Viena iš priežasčių — indėlių įstaigos tikriausiai prieštarautų tokiems pakeitimams, o jos turi didelę politinę galią. Antra, beveik tikra, kad bet kuri reguliavimo agentūra, kuri turėtų būti panaikinta arba kurios galia turėtų būti sumažinta, priešinsis. Trečia, net jeigu ir būtų pasiektas platus susitarimas dėl to, kad reguliavimo sistema turėtų būti pakeista, susitarimas neturėtų jokio poveikio, kol nebūtų susitarta, kurios agentūros turėtų būti panaikintos, o kurios sustiprintos. Mažai vilties, kad toks susitarimas būtų sudarytas. Ketvirta, bet koks bandymas susilpninti reguliavimo agentūrų galias sukelia pasipriešinimą, kuris remiasi teiginiu, kad reikia ginti valstybės teises. Pagaliau Kongresas nėra linkęs kištis į finansų sistemą ir užsitraukti žmonių, kurie dėl tokių pakeitimų patirs nuostolių, pyktį. Yra taisyklė: „Netaisyk to, kas dar nėra aiškiai ir galutinai sugadinta".

SANTRAUKA

1. 1973–1974 metais keturis kartus padidėjus naftos kainoms, labai padidėjo SEŠ skolos. Mat bankai, patyrę lėšų antplūdį, veikė neatsargiai, o skolintojai, bandydami išsaugoti gyvenimo lygį kylant naftos kainoms, nepakankamai įvertino tikimybę, kad realiosios palūkanų normos didės. Bankų tikrintojai veikė trumparegiškai.
2. Beikerio planas rekomenduoja bankams teikti SEŠ skolininkėms, sutinkančioms įgyvendinti reformas, papildomas paskolas, įgalinančias didinti darbo našumą. Nors jis apsaugojo nuo daugybės bankų bankrotų Jungtinėse Amerikos Valstijose, šis planas buvo ne toks sėkmingas sprendžiant SEŠ skolų problemą. Taigi rekomendacija nurašyti skolų vertę, galbūt jas pakeičiant vyriausybės garantijomis, susilaukė didelio dėmesio.
3. Indėlių draudimas skatina indėlių įstaigas per daug rizikuoti. Teikimas pažaboti per didelį rizikos prisiėmimą apima daug dalykų. Tai — geresnis draudimo programų administravimas, draudimo įmokų pakeitimas taip, kad jos atspindėtų kiekvienos indėlių įstaigos prisiimamą riziką, aukštesni kapitalo ir aktyvo santykio lygiai bei aktyvų apskaita rinkos verte, atviresnė informacija, žemesnės leistinosios draudimo ribos, dalies indėlių draudimo sistemos privatizavimas, bankų padalijimas į dvi dalis, iš kurių tik viena priimtų apdraustus indėlius. Visos šios rekomendacijos turi trūkumų.
4. Bankai nori teisės skverbtis į papildomas šakas. Tose šakose jau veikiančios firmos tam labai priešinasi. Čia svarbiausias dalykas — ar įmanoma užkirsti

kelią bankų holdingo bendrovėms, kad jos neperduotų savo nebankinių dukterinių firmų nuostolių savo bankams, o gal ir FIDK.

5. Didelį susirūpinimą kelia tai, kad didėja korporacijų įsiskolinimo ir pajamų santykis ir plinta šiukšlinės obligacijos. Šio susirūpinimo motyvas — aukštas įsiskolinimo lygis sukuria riziką ne tik akcininkams, bet ir kreditoriams. Be to, tai gali sutrukdyti įvesti griežtą pinigų politiką, kurios labai reikia.

PAGRINDINIAI TERMINAI

Beikerio planas	Baker plan
Breidžio planas	Brady plan
skolų nurašymas	write-down of debts
skolų pakeitimas investicijomis į turtą	debt-equity swaps
skolos dovanojimas	debt forgiveness
riziką atitinkantys draudimo įnašai	risk-adjusted insurance premiums
apskaita rinkos verte	marking to market
apsaugoti bankai	narrow banks
„gaisrasienės“	firewalls
atpirkimai, paremti dideliais skolų įsipareigojimais	leveraged buyouts

KLAUSIMAI IR UŽDUOTYS

1. Kodėl susidarė tokios didelės SEŠ skolos?
2. Kodėl indėlių įstaigos turi paskatą imtis per didelės rizikos? Ar kitos korporacijos turi tokią pat paskatą? Jei ne, koks skirtumas tarp jų ir bankų?
3. Paimkite vieną iš rekomendacijų pažaboti norą imtis per didelės rizikos ir surašykite jos trūkumus. Pabandykite aptarti ir šiame skyriuje neaptartus teiginius.
4. Dabar raštu ginkite tą rekomendaciją, kurią ankstesnėje užduotyje kritikavote.
5. Kodėl neturėtų būti leidžiama skverbtis bankams į tas šakas, į kurias jie nori?
6. Diskutuodami dėl leidimo bankams skverbtis į kitas šakas, tie, kas yra už tai, dažnai sako, kad tai suteiktų bankams ir jų konkurentams galimybę lošti prideramu lygiu. Ar jums kelia kokių abejonių šis kriterijus?
7. Parašykite „laišką redaktoriui“ ir pateikite argumentus, kad vyriausybė neturėtų varžyti dideliais skolų įsipareigojimais paremtų atpirkimų. Paskui parašykite kitą laišką ir įrodinėkite atvirkščiai.

LITERATŪRA

Federal Reserve Bank of Atlanta. Economic Review, 1984, kovas. Šiame leidinyje yra keletas gerų straipsnių apie indėlių draudimą.

Federal Reserve Bank of Kansas City. Debt, Financial Stability and Public Policy, 1986. Naudingas straipsnių rinkinys.

Federal Reserve Bank of San Francisco. The Search for Financial Stability, 1985. Puikus straipsnių rinkinys apie per didelės rizikos prisiėmimą.

Edward Kane. The Gathering Crisis in Deposit Insurance. Cambridge, Mass., MIT Press, 1985. Puiki vaizdingai parašyta apybraiža apie dabartines indėlių draudimo problemas.

John Kareken et. al. Symposium on Bank Regulation. — Journal of Business, 59 (1986, sausis), p. 1–117. Straipsnių rinkinys, kuriame iškeliama daug svarbių klausimų apie indėlių draudimą.

Peter Lindert, Peter Morton. How Sovereign Debt Has Worked. — Jeffry Sachs (ed.). Developing Country Debt and Economic Performance. Chicago, Chicago University Press, 1989, p. 39–106. Nuostabus pasakojimas apie buvusią skolų negrąžinimo patirtį.

Anna Schwartz. International Debts: What's Fact and What's Fiction. — Economic Inquiry, 27 (1989, sausis), p. 1–19. Ryškiu pavyzdžiu parodoma, kad skolos problema nėra vien tik likvidumo problema.

II

DALIS

PINIGŲ PASIŪLA

10
SKYRIUS

Pinigų kiekio skaičiavimas

Ligi šiol kalbėjome apie pinigus bendromis kategorijomis ir nelietėme jų kiekybinio apibūdinimo. Dabar tą spragą užpildysime. Skyriaus pradžioje aptarsime diskusiją, kuri kyla dėl skirtingų požiūrių į pinigų kiekio apibrėžimą. Paskui kalbėsime apie specifinius prie pinigų priskirtinus darinius, o baigdami skyrių, panagrinėsime, kokiu tikslumu apskaičiuojamas pinigų kiekis.

APRIORINIS IR EMPIRINIS PINIGŲ APIBRĖŽIMAS

Yra du svarbiausi pinigų apibrėžimo būdai. Vienas iš jų, vadinamasis **apriorinis apibrėžimas**, yra daugiau filosofinis; jis pabrėžia pinigų prigimtį. Juo siekiama nustatyti vieną vienintelį požymį, kuriuo pinigai skiriasi nuo kitų dalykų; pagal šį požymį ir apibrėžiama, kas yra pinigai. Tai — įprastinis daiktų apibrėžimo metodas.

Į klausimą „Koks yra pinigų skiriamasis požymis?“ atsakymas paprastas — mainų tarpininko funkcija. Tai vien pinigams būdinga funkcija; niekas kitas nėra visuotinis mainų tarpininkas. O, pavyzdžiui, turto kaupimo funkcija nėra vien pinigų savybė; tą funkciją gali atlikti ir kiti įvairūs daiktai. Taigi aprioriniu požiūriu pinigai apibrėžiami kaip priemonė, visuotinai pripažįstama mainų tarpininku[1].

Apriorinis pinigų apibrėžimas turi tą privalumą, kad jis, nors ir būdamas abstraktus, gana tiksliai nusako skirtumą tarp daiktų pinigų ir daiktų, kurie nėra pinigai. Iš jo aišku, kad daiktai, kuriais dažnai mokama už prekes ir paslaugas — indėliai iki pareikalavimo, kelioniniai čekiai — yra pinigai, o terminuotieji indėliai nėra pinigai. Taip apibrėžtus pinigus pažymėsime indeksu *P1*.

---

[1] Vertės mato funkcija taip pat būdinga vien tik pinigams. Bet tos jų savybės negalima panaudoti pinigų kiekiui apskaičiuoti, nes tai greičiau abstrakti savybė, o ne konkretus požymis. Juk beprasmiška, pavyzdžiui, klausti, ar praėjusiais metais vertės matas padidėjo 5 procentais.

Apriorinis apibrėžimas išryškina tai, kuo pasižymi pinigai, tai yra sutelkia dėmesį į jų esmę, o kitas, **empirinis apibrėžimas**, orientuojasi į tas pinigų savybes, kurios yra svarbios reguliuojant pinigų pasiūlą makroekonominės politikos priemonėmis. Pirmoji iš šių savybių reiškia, kad pinigų pasiūlos pokyčiai stipriai veikia, o daugelio ekonomistų nuomone — lemia nominaliąsias pajamas, o antroji — kad šalies centrinis bankas gali kontroliuoti pinigų pasiūlą. Kadangi ekonomistams rūpi galimybės reguliuoti ekonomiką, kintamieji, kuriuos kontroliuoti įstengia vyriausybė, jiems, suprantama, yra svarbesni už kitus kintamuosius, tarkim, tikimybes, kurie irgi gali daryti didelį poveikį nominaliosioms pajamoms, bet nėra taip lengvai valdomi.

Vadinasi, pinigų empirinis apibrėžimas vertina pinigus ne pagal kokį nors jų prigimtinį požymį, bet traktuoja kaip likvidžius aktyvus arba tokių aktyvų rinkinį, kuris 1) daro tiksliausiai numatomą poveikį nominaliosioms pajamoms ir 2) gali būti šalies centrinio banko kontroliuojamas. Jei abiem būdais apibrėžiami pinigai visiškai atitinka šiuos du kriterijus, pasirinkti labai sunku.

Vienu metu dauguma ekonomistų laikėsi nuomonės, kad *P1*, t. y. grynieji pinigai ir čekiniai indėliai, yra tvirčiau susiję su BNP negu plačiau suprantamas pinigų kiekis, apimantis dar ir terminuotuosius indėlius (*P2* ir *P3*). Tačiau 1981–1982 metais senasis stabilus *P1* ir BNP sąryšis pasikeitė, ir dabar platesnysis pinigų kiekio supratimas tiksliau atspindi ryšį su BNP negu rodiklis *P1*. Deja, centriniam bankui taip suprantamą pinigų kiekį sunkiau kontroliuoti nei *P1*, todėl dabar regime, kiek daug pastangų reikia, norint pinigų kiekio keitimu reguliuoti BNP. Šiuo metu JAV federalinė rezervų sistema savo pinigų politikoje remiasi platesniu pinigų kiekio supratimu, o ne vien *P1*. Galimas daiktas, kad ateityje ryšys tarp plačiau suprantamo pinigų kiekio ir BNP pasidarys ne toks tvirtas, ir vėl nusistos stabilus BNP ir *P1* arba kurio kito pinigų kiekio rodiklio ryšys. Bet negalėdami numatyti į priekį, mes visą laiką turėsime bėdų; juk norime remtis pinigų teorija BNP prognozuoti, o tam reikia iš anksto žinoti, kokiu rodikliu vertinsime pinigų kiekį.

Kuris pinigų apibrėžimas geresnis — empirinis ar apriorinis? Apriorinio apibrėžimo šalininkai teigia, kad empirinis apibrėžimas neadekvatus, nes ignoruoja pinigų esmę ir todėl leidžia klaidinančius kaitaliojimus. Juo remiantis, vienu atveju pinigais bus laikoma *P1*, kitu — *P2*, nelygu kurių iš jų bus glaudesnis ryšys su pajamomis. Apriorinio apibrėžimo šalininkai tai laiko pinigų apibūdinimo subjektyvumu. Be to, empirinio apibrėžimo rėmėjai nesutaria tarpusavyje, kuris pinigų kiekio rodiklis parankiausias nominaliosioms pajamoms kontroliuoti. Kita vertus, empirinio apibrėžimo šalininkai nemato nieko bloga, jei kartais pinigų apibrėžimas pakeičiamas; jie yra įsitikinę, kad pakanka argumentų, pasirenkant vieną iš dviejų — *P1* arba *P2*.

Laimė, tie nesutarimai nėra svarbūs. Esminis dalykas šioje polemikoje yra žodžio *pinigai* vartosena, o ne skirtingi požiūriai į ekonomikos funkcionavimą. Todėl galima sutikti su aprioriniu pinigų kaip *P1* apibrėžimu. Bet jei pasirodys, kad *P2* daro tiksliau numatomą poveikį pajamoms, galima galvoti ir kalbėti apie *P2*, vietoj žodžio *pinigai* vartojant kokį nors kitą žodį, sakysime, *duona*, jei nenorime sakyti tiesiog *P2*. Antra vertus, galima naudotis empiriniu apibrėžimu ir kartu vartoti pinigų terminą sąvokai *P1* reikšti, nepamirštant fakto, kad šis mainų tarpininkas turi unikalių ir labai įdomių savybių.

PAGRINDINIAI PINIGŲ KIEKIO RODIKLIAI

10.1 lentelėje pateikti įvairūs Federalinės rezervų sistemos vartojami pinigų kiekio rodikliai. Svarbiausieji iš jų yra *P1* ir *P2*. *P3* vartojamas daug rečiau.

Rodiklį *P1*, kartais vadinamą pinigais siaurąja reikšme, trumpai jau apibūdinome 1 skyriuje. Tikslesnis apibrėžimas apima tokius mainų tarpininkus, kuriais galima pasinaudoti nedelsiant — grynuosius pinigus, kelioninius čekius ir tuos indėlius komerciniuose bankuose, savitarpio taupymo bankuose, taupymo bei paskolų asociacijose, kuriems be apribojimų gali būti išrašomi čekiai, bei skolinamąsias kvotas kredito sąjungose.

Rodiklis *P2*, vadinamas pinigais plačiąja reikšme, be objektų, sudarančių *P1*, dar apima įvairius mainų tarpininkus, kurie yra beveik taip pat likvidūs, kaip ir čekiniai indėliai. Tai — nedideli, iki 10 000 dol., terminuotieji indėliai, kuriuos, prarandant palyginti nedaug palūkanų, galima atsiimti ir bet kuriuo kitu laiku, bei pinigų rinkos indėlių sąskaitos, faktiškai — terminuotieji indėliai, kuriems leidžiama išrašyti tam tikrą skaičių čekių. Į *P2* įeina ir taupomieji indėliai, kuriuos galima paimti pateikus bankui taupomąją knygelę, bei pinigų rinkos savitarpio fondų akcijos, kurioms paprastai yra nustatytas 500 dol. minimumas, išrašant čekius, bei vienos dienos perpirkimo susitarimai ir eurodolerių indėliai, kuriuos galima paimti po dienos.

Didelių terminuotųjų indėlių paprastai negalima paimti pirma laiko, nors dažnai jie yra perleidžiamieji, taigi juos galima parduoti antrinėje vertybinių popierių rinkoje. Todėl jie priskiriami prie *P3*, bet nepriskiriami prie *P2*. Į *P3* įeina ir ilgesnės nei 24 val. trukmės eurodolerių indėliai ir perpirkimo susitarimai bei akcijos tuose pinigų rinkos fonduose, kurių klientūra yra ne pavieniai žmonės, bet institucijos.

10.1 diagrama rodo, kaip kito *P1*, *P2* ir *P3* pastaraisiais metais; matome, jog jų kitimo tendencijos gerokai skyrėsi. Vadinasi, žinios apie pinigų kiekį priklauso nuo to, kaip juos apibrėžiame.

10.1 lentelė. Pinigų kiekio rodikliai. 1989, kovas

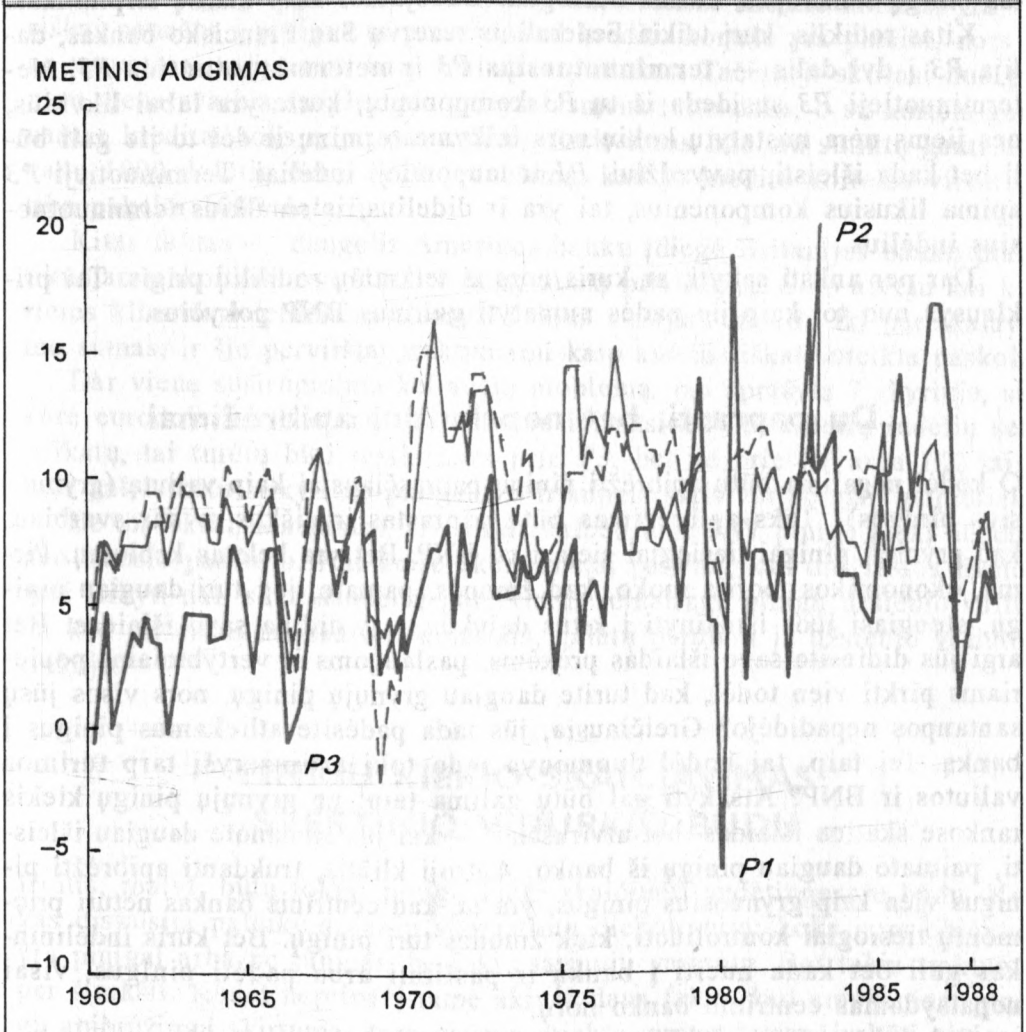
	Mlrd. dol.	Proc.
P1		
Grynieji pinigai	213,9	27,6
Kelioniniai čekiai	7,0	0,9
Indėliai iki pareikalavimo	275,8	35,6
Kiti čekiniai indėliai	278,3	35,9
Iš viso	775,1	100,0
P2		
P1	775,1	25,2
Smulkūs terminuotieji indėliai	1065,0	34,7
Pinigų rinkos indėlių sąskaitos	480,3	15,6
Taupomieji indėliai	418,5	13,6
Pinigų rinkos savitarpio likučiai (bendrosios paskirties ir brokerių bei dylerių sąskaitose)	256,5	8,3
Vienos dienos perpirkimo susitarimai	62,9	2,0
Vienos dienos eurodolerių indėliai	14,3	0,5
Iš viso	3072,5	100,0
P3		
P2	3072,5	77,9
Dideli terminuotieji indėliai	560,2	14,2
Terminuotieji eurodolerių indėliai	105,0	2,7
Terminuotieji perperkamieji susitarimai	129,4	3,2
Pinigų rinkos savitarpio fondai (tiktai institucijų)	87,6	2,2
Pataisos[a]	−10,5	−0,3
Iš viso	3944,2	100,0
Papildomas paaiškinimas		
Sandėrių sąskaitos:		
komerciniuose bankuose	468,3	84,5
nebankinėse taupymo ir paskolų organizacijose	85,8	15,5

Pastaba: Be sezoninio patikslinimo. Smulkiau apie išvardytus objektus žr. šaltinį.

[a] Atsižvelgiama į dvigubą skaičiavimą bei statistinius iškraipymus.

Šaltinis: Board of Governors. Federal Reserve System, Release H. 6, 1989, gegužės 15.

10.1 diagrama. ***P1, P2*** **ir** ***P3*** **augimas, procentais, 1960–1988. Įvairių rodiklių augimo tempai įvairiu metu yra skirtingi**



Šaltinis: Citibase. 1989, kovas.

KITI APIBRĖŽIMAI

Dabar FRS vartojami pinigų apibrėžimai nėra nustatyti visiems laikams. Ilgainiui finansų sistema kinta, atsiranda naujų piniginių objektų, ekonomistai vis daugiau sužino apie įvairių pinigų kiekio bei pajamų rodiklių sąveiką. Visa tai reikalauja naujų pinigų kiekio matų. Šitaip atsirado dar vienas pinigų kiekio rodiklis *P 1A*; tai grynieji pinigai ir palūkanų neduodantys

čekiniai indėliai. Jis atsižvelgia į faktą, kad žmonės nelabai linkę laikyti santaupas palūkanų neduodančiose sąskaitose, ir dėl to jis geriau apibūdina tas pinigų sankaupas, kurios tiesiogiai naudojamos kaip mainų tarpininkas.

Kitas rodiklis, kurį teikia Federalinis rezervų San Francisko bankas, dalija *P3* į dvi dalis — **terminuotuosius *P3*** ir **neterminuotuosius *P3***. Neterminuotieji *P3* susideda iš tų *P3* komponentų, kurie yra labai likvidūs, nes jiems nėra nustatytų kokių nors laikymo terminų ir dėl to jie gali būti bet kada išleisti, pavyzdžiui, *P1* ir taupomieji indėliai. Terminuotieji *P3* apima likusius komponentus, tai yra ir didelius, ir smulkius terminuotuosius indėlius.

Dar per anksti sakyti, ar kuris nors iš teikiamų rodiklių prigis. Tai priklausys nuo to, kaip jie padės numatyti galimus BNP pokyčius.

Du paprasti, bet nepriimtini apibrėžimai

O kodėl negalima būtų apibrėžti pinigų paprasčiausiai kaip valiutą (grynuosius pinigus)? Toks apibrėžimas būtų paprastas ir aiškus, o dar svarbiau, kad grynieji pinigai tiesiogiai siejasi su BNP. Bet yra keletas keblumų. Pirma, ekonomikos teorija moko, kad žmonės, pamatę, jog turi daugiau pinigų, stengiasi juos išmainyti į kitus dalykus, t. y. didina savo išlaidas. Bet argi jūs didinsite savo išlaidas prekėms, paslaugoms ir vertybiniams popieriams pirkti vien todėl, kad turite daugiau grynųjų pinigų, nors visos jūsų santaupos nepadidėjo? Greičiausia, jūs tada padėsite atliekamus pinigus į banką. Jei taip, tai kodėl duomenys rodo tokį artimą ryšį tarp turimos valiutos ir BNP? Atsakyti gal būtų galima taip: ne grynųjų pinigų kiekis rankose skatina išlaidas, bet atvirkščiai — kai jūs sumanote daugiau išleisti, paimate daugiau pinigų iš banko. Antroji kliūtis, trukdanti apibrėžti pinigus vien kaip grynuosius pinigus, yra ta, kad centrinis bankas neturi priemonių tiesiogiai kontroliuoti, kiek žmonės turi pinigų. Bet kuris indėlininkas gali bet kada nueiti į banką ir pasiimti arba padėti pinigus, visai nepaisydamas centrinio banko norų.

O kas būtų, jei apibūdintume pinigus kaip visą tą sumą, kurią centrinis bankas gali geriausiai kontroliuoti — bankų ir kitų indėlių įstaigų rezervus? Šiuo atveju užklius tai, kad rezervai daug mažiau negu *P1* siejasi su išlaidomis, vadinasi, ir su BNP. Rezervų pokyčiai veikia paklausą tik netiesiogiai, per pinigų pasiūlos kitimą, todėl jie mažiau negu pati pinigų pasiūla siejasi su visumine paklausa.

PINIGŲ PAKAITALAI

Kad ir kaip apibrėžtume pinigus, visada liks kokie nors beveik pinigai, kurie yra panašūs į pinigus ir nusako objektą, vadinamą pinigais labai sąly-

giškai. Ryškiausias pavyzdys yra kredito kortelės. Galima įsivaizduoti atidarytą sąskaitą kredito kortelei kaip su savimi laikomų pinigų pakaitalą, arba tiesiog kaip pinigus. Finansavimas, kurį suteikia kredito kortelė, yra visiškai panašus į pinigus ta prasme, kad kredito kortelė yra plačiai, nors ir ne visuotinai, priimama kaip mainų tarpininkas. Tačiau ji skiriasi nuo pinigų viena svarbia savybe: pinigai yra asmens turto dalis, o su kortele gaunamas kreditas toks nėra; pavyzdžiui, kiekvienas mieliau sutiktų gauti dovanų 1000 dolerių čekį, negu pranešimą, kad jo kredito kortelės viršutinė riba pakelta 1000 dolerių.

Kitas faktas — daugelis Amerikos bankų įdiegė Britanijos bankų praktikuojamą skolinimo viršijant indėlio sumą privilegiją. Šiuo atveju kai kuriems klientams leidžiama išrašyti čekius viršijant indėlių iki pareikalavimo sumas, ir šie perviršiai traktuojami kaip automatiškai suteikta paskola.

Dar vieną susirūpinimą keliančią problemą, jau aprašytą 7 skyriuje, sukūrė eurodoleriai. Kadangi jie dažniausiai susideda iš didelių indėlių sertifikatų, tai turėtų būti priskiriami prie *P3*, bet ne prie *P1* arba *P2*, taigi juos gal reikėtų laikyti ne pinigais, o trumpalaikiais vertybiniais popieriais.

Be to, iškiltų klausimas, ar galima kalbėti apie JAV pinigų kiekį atsietai nuo likusio pasaulio. Kai kurie ekonomistai pažymi, kad didžiosios firmos gali laikyti dalį savo sandėrių poreikiams reikalingų pinigų užsienio valiuta, kad prireikus atsiskaityti doleriais, galėtų parduoti ją užsienio valiutos rinkoje.

PINIGŲ KIEKIO SKAIČIAVIMAS SVERTINIO VIDURKIO BŪDU

Išeitis, matyt, būtų tokia: pinigų kiekį skaičiuoti sudėtingesniu būdu. Kol kas diskusiją pateikėme kaip suprastintą dichotomiją: koks nors objektas yra pinigai arba ne pinigai, be jokių tarpinių variantų. Bet tokia traktuotė per šiurkšti. Kodėl nepripažįstame akivaizdaus fakto, kad empiriniam pinigų apibrėžimui skirtumas tarp įvairių objektų, pretenduojančių būti pinigais bei kitais labai likvidžiais aktyvais, yra greičiau laipsnio, o ne rūšies klausimas? Tai reiškia, kad pinigų kiekį galima geriau apskaičiuoti ne paprasčiausiai sudedant visų jų pavidalų sumas, bet naudojantis svertinio vidurkio metodu. Pavyzdžiui, gryniesiems pinigams būtų suteiktas koeficientas 1, taupomiesiems indėliams koeficientas, tarkime, 0,3. Tada visas keblumas bebūtų rasti kokį nors būdą, kaip suteikti atitinkamą „svorį" kiekvienam pinigų kiekio komponentui. Vienas iš tokių būdų, vadinamasis **pinigų paslaugų indekso** metodas, rekomenduoja pasinaudoti palūkanų norma, mokama už pinigų aktyvą, kaip (atvirkštinių) pinigų požymio matu. Finansų aktyvai teikia dviejų rūšių naudą: likvidumą (tai mes vadintume pinigų požymiu) ir palūkanas. Pusiausvyros būsenoje bendroji iš visų aktyvų gaunama nau-

da turi būti lygi; kuo mažesnės realiosios palūkanos mokamos už aktyvą, tuo didesnė turi būti tiesioginė nauda pinigų požymio požiūriu. Iš to išplaukia, kad aktyvo lemiamas palūkanas galima panaudoti kaip jo pinigų požymio „svorį" (atvirkštinį). Šitaip nustatydami įvairių aktyvų „svorį", galime sujungti juos į pinigų visumą. Toks būdas, atrodo, būtų priimtinas, tačiau taip kol kas nepavyksta numatyti BNP pokyčių geriau, negu tai padaroma remiantis *P2*.

Kitas būdas, kaip sujungti įvairius pinigų komponentus į vieną pinigų kiekio rodiklį, yra pasverti kiekvieną komponentą pagal jo **apyvartos greitį**, tai yra pagal tai, kiek kartų vidutiniškai jis yra išleidžiamas.

PINIGŲ KIEKIO RODIKLIŲ TOBULINIMAS

Ligi šiol nagrinėjome kai kuriuos bendriausius pinigų apibrėžimo ir jų kiekio apskaičiavimo klausimus. Dabar pereisime prie specifiškesnių dalykų. Lengva pasakyti, kad indėliai iki pareikalavimo turi būti apskaitomi kaip dalis pinigų visumos, bet ar tikrai turime apimti visų tipų indėlius iki pareikalavimo? Ne, neturime. Mums svarbu apskaičiuoti pinigų pasiūlos dydį ne todėl, kad šitos žinios kilnina pilką žmogaus gyvenimą, bet dėl to, kad pinigų pasiūlos pokyčiai sukelia išlaidų pokyčius, vadinasi, ir nominaliųjų pajamų pokyčius. Iš to išplaukia išvada, kad turime skaičiuoti tik tuos indėlius, kurie daro poveikį išlaidoms.

Jei taip, tai federalinės vyriausybės indėliai neturi būti įskaitomi. Jos išlaidų dydžio visiškai neveikia Iždo turimi pinigai. Tas išlaidas įstatymais nustato Kongresas, o kai kuriais atvejais jas sąlygoja šalies ūkio procesai. JAV iždo išlaidų niekada nevaržo pinigų trūkumas — Iždas visada gali pasiskolinti. Dėl šios priežasties JAV vyriausybės indėliai, bet ne valstijų ir ne vietinės valdžios indėliai neįskaitomi į pinigų pasiūlą.

Kita aktyvų rūšis, kuri taip pat neįskaitoma, yra bankų grynųjų pinigų atsargos. Neįskaitoma todėl, kad tos sumos taip pat nedaro įtakos bankų išlaidoms. Dėl tos pačios priežasties neįskaitomi ir tarpbankiniai indėliai. Be to, neįtraukiami į pinigų kiekį ir tie grynieji pinigai, kurie tuo metu yra surenkami (čekiai ir kt.), t. y. kurių sumos tuo momentu yra nurašomos. Taip daroma vadovaujantis prielaida (gal kiek ir abejotina), kad žmonės, kurie išrašė čekius, mintyse jau atėmė jų sumas iš bankuose turimų likučių. Juk išlaidoms daro poveikį tik tie indėliai, kuriuos žmonės žino turį.

AR PATIKIMI DUOMENYS?

Ar FRS turimi pinigų kiekio dinamikos duomenys yra pakankamai patikimi? Tai priklauso nuo to, kas laikoma pinigais ir ką reiškia *turimi*. Kaip rodo 10.2 lentelė, pagal sezonus patikslinti mėnesiniai *P1* duomenys,

kuriuos iškart gauna FRS (pirminis įvertinimas), vėliau gerokai tikslinami (1989 metų įvertinimas). Tai reiškia, kad pirminis pinigų kiekio dinamikos apskaičiavimas yra gana netikslus. O kaip tik tais pirminiais vertinimais operuoja Federalinis atvirosios rinkos komitetas, nustatydamas savo politiką.

Laimė, du veiksniai padėtį švelnina. Pirma, kaip matome iš 10.2 lentelės, rodiklio *P2* didėjimo procentas tikslinamas ne taip daug kaip *P1*. Todėl šiuo metu FRS savo veiklą organizuoja daug labiau atsižvelgdama į *P2*, o ne į *P1*. Antra, pirminių pinigų kiekio dinamikos apskaičiavimų netikslumai turi tendenciją mažėti, kai skaičiuojami ilgesnio laiko nei mėnesio

10.2 lentelė. ***P1*** **ir** ***P2*** **1985 m. didėjimo procentas:** pirminiai ir patikslinti duomenys

Mėnesiniai arba ketvirtiniai didėjimo procentai (nurodomas paskutinis mėnuo)	Patikslinti pagal sezonus				Pagal sezonus netikslinti			
	P1		P2		P1		P2	
	pirminiai	1989 m. įvert.	pirminiai	1989 m. įvert.	pirminiai	1989 m. įvert.	pirminiai	1989 m. įvert.
Mėnesiai								
Sausis	1,54	0,74	1,00	1,09	0,14	–0,60	1,16	1,05
Vasaris	1,10	1,27	0,80	1,04	–1,81	–1,65	0,30	0,32
Kovas	0,47	0,57	0,41	0,38	1,10	1,17	0,70	0,65
Balandis	0,52	0,62	–0,09	0,06	2,97	2,93	0,39	0,55
Gegužė	1,14	0,91	0,74	0,69	–0,95	–0,98	0,09	0,04
Birželis	1,64	1,42	1,14	1,16	2,74	2,74	1,45	1,51
Liepa	0,78	0,99	0,70	0,68	1,16	1,17	0,79	0,87
Rugpjūtis	1,70	1,37	0,92	0,75	0,42	0,51	0,41	0,44
Rugsėjis	0,94	1,20	0,60	0,62	1,12	1,19	0,41	0,45
Spalis	–0,07	0,51	0,02	0,40	0,44	0,55	0,52	0,57
Lapkritis	1,06	0,87	0,55	0,56	1,45	1,57	0,60	0,66
Gruodis	1,11	1,27	0,63	0,68	2,85	2,95	0,94	1,02
Ketvirčiai								
Pirmasis	3,28	2,55	2,92	2,96	1,46	0,90	2,92	2,79
Antrasis	2,51	2,50	1,32	1,51	3,38	3,42	1,50	1,62
Trečiasis	3,69	3,55	2,52	2,39	3,32	3,40	2,19	2,32
Ketvirtasis	2,20	2,77	1,48	1,66	3,26	3,55	1,65	1,79

Pastaba: Pirminiai vertinimai yra pirmieji įvertinimai, po trijų mėnesių skelbiami leidinyje „Federal Reserve Bulletin".

Šaltinis: Remtasi Federal Reserve Bulletin, 1985–1986, įvairiais lentelės A13 duomenimis bei Board of Governors, Federal Reserve System. — Money Stock Revisions, 1989, kovas, 1 lentelė.

10.3 lentelė. Pinigų kiekio didėjimo tempų vidutinė kvadratinė paklaida (%)

	P1	*P2*
Mėnesinė	4,5	3,5
Ketvirtinė	1,7	1,3
Pusmetinė	0,8	0,6

Pastaba: Šie duomenys gauti specialiu tyrimu, atliktu 1981 metais; naudotasi ankstesniu pinigų apibrėžimu. *P1* čia sudaro grynieji pinigai ir indėliai iki pareikalavimo, o *P2* sudaro *P1* plius terminuotieji bei taupomieji indėliai komerciniuose bankuose.

Šaltinis: *David Pierce*. Trend and Noise in Monetary Aggregates. — Board of Governors. Federal Reserve System. — New Monetary Control Procedures, Vol. I, Washington, D. C., 1981, p. II.

didėjimo procentai. Kaip matome apatinėje 10.2 lentelės dalyje, ketvirtiniai pinigų kiekio didėjimo apskaičiavimai vėliau tikslinami mažiau negu mėnesiniai. Tai rodo, kad nederėtų per daug patikliai žiūrėti į regimai didelius *P1* dinamikos pokyčius, vieną mėnesį lyginant su kitu. Tokie dideli pokyčiai gali išnykti, kai duomenys bus patikslinti. Juo labiau tai tinka savaitiniams duomenims. Skelbiami savaitiniai pinigų kiekio pokyčiai dažnai būna tokie klaidingi, kad iš jų faktiškai neįmanoma gauti jokios informacijos.

Mėnesiniai dinamikos vertinimai tokie nepatikimi yra todėl, kad šitie duomenys, kaip ir dauguma ekonomikos rodiklių dinamikos eilučių, yra vėliau tikslinami, atsižvelgiant į sezoninius svyravimus. Pavyzdžiui, pinigų paklausa padidėja prieš Kalėdas, ir kad tuo metu staiga nepašoktų palūkanos, FRS gruodžio mėnesį padidina pinigų pasiūlą. Vėliau, kai FRS skelbia pinigų pasiūlos duomenis, pateikia ir pagal sezonus patikslintus, ir nepatikslintus skaičius. Pirmieji yra patikslinti, stengiantis, kad jie visiškai nepriklausytų nuo sezoninių pinigų pasiūlos svyravimų. Bet ir taip tikslinant pasitaiko didelių klaidų. Todėl, kaip matome 10.2 lentelės ketvirtojoje skiltyje, pagal sezonus netikslinti *P1* duomenys vėliau taisomi daug mažiau negu tikslintieji.

Norint apskaičiuoti pinigų kiekio dinamiką, tenka rūpintis ne tik galimu duomenų netikslumu, bet ir atsitiktiniais ir dėl to iš esmės beprasmiais veiksniais, dėl kurių kartais irgi keičiasi pinigų kiekio dinamika. Dauguma žmonių, domėdamiesi pinigų kiekio dinamika, nekreipia dėmesio į tokius atsitiktinius pokyčius, kurių padariniai dažniausiai netrukus išnyksta; tačiau tokie žmonės norėtų žinoti, kokie yra tikrieji pokyčiai. Viename mokslo darbe šis klausimas buvo pateiktas taip: tarkime, kad apytiksliai įvertintas pinigų kiekio padidėjimas yra x procentų; reikia nustatyti, kokiame diapazone tilps tikrasis pinigų kiekio padidėjimo procentas, jei jo tikimybė yra 2/3. Kiek reikia pridėti prie tų x procentų arba kiek iš jų atimti, kad gautume tą diapazoną? Statistikoje tai apskaičiuojama kaip vidutinė kvadratinė, kuri kartais dar vadinama standartine, paklaida. Ji parodyta 10.3 lente-

lėje. Kad gerai ją suvoktume, tarkime, kad įvertintasis mėnesinis *P1* padidėjimas yra 6 procentai. Tuos 6 procentus reikia traktuoti kaip geriausią spėjimą, turint galvoje, kad yra lygiai 2/3 tikimybės, kad tikrasis didėjimas yra tarp 1,5 procento ir 10,5 procento. 1,5 procento didėjimas reiškia labai griežtą ribojamąją politiką, o 10,5 procento, atvirkščiai, — plėtros politiką, taigi lentelė rodo, kad mėnesiniai didėjimo procentai mažai tegali pasakyti. Tačiau paėmus 6 mėnesių laikotarpį, numatomo didėjimo 6 procentų svyravimo ribos susiaurėja iki 5,2–6,8 procento, o tai reiškia, kad pusmetiniai pinigų kiekio didėjimo duomenys yra neabejotinai prasmingi.

SANTRAUKA

1. Yra du pagrindiniai pinigų apibrėžimai. Apriorinis požiūris išryškina pinigų esmę. Juo grindžiamas pinigų kaip *P1* apibrėžimas. Empirinis požiūris sutelkia dėmesį į tų piniginių aktyvų rinkinį, kurie stipriausiai siejasi su nominaliosiomis pajamomis ir yra prieinami šalies centrinio banko kontrolei.
2. *P1* apibrėžiama kaip grynieji pinigai, čekiniai indėliai ir kelioniniai čekiai. Į *P2*, be *P1* komponentų, dar įeina taupomieji indėliai, trumpalaikiai terminuotieji indėliai, pinigų rinkos fondų akcijos, vienos dienos perperkamieji susitarimai ir vienos dienos eurodolerių indėliai. *P3*, be *P2* komponentų, dar apima indėlius bei terminuotuosius perperkamuosius susitarimus bei keletą kitų finansinių formų.
3. Eurodoleriai ir kredito kortelės sudaro keblumų, kai norima apskaičiuoti pinigų kiekio vidurkį. Vienas iš galimų būdų pinigų kiekiui apskaičiuoti yra sudėti įvairius jų komponentus, kiekvienam suteikiant atitinkamą „svorį“.
4. Federalinės vyriausybės indėliai, bankų grynųjų pinigų atsargos, tarpbankiniai indėliai bei grynųjų pinigų funkcijas atliekantys vienetai, kurie tuo momentu jau perduoti bankams, neįeina į jokį pinigų apibrėžimą.
5. Skelbiami duomenys po kiek laiko gerokai tikslinami; tai daroma daugiausia dėl to, kad reikia ištaisyti iškraipymus, susidariusius dėl sezoninių svyravimų.

PAGRINDINIAI TERMINAI

apriorinis pinigų apibrėžimas	a priori definition of money
empirinis pinigų apibrėžimas	empirical definition of money
P1	*M-1*
P1A	*M-1A*
P2	*M-2*
P3	*M-3*
terminuotieji *P3*	term *M-3*
neterminuotieji *P3*	nonterm *M-3*
pinigai siaurąja reikšme	narrow money
pinigai plačiąja reikšme	broad money
tikslinimo pagal sezonus paklaidos	seasonal adjustment errors

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Parašykite ir apginkite: a) apriorinį požiūrį į pinigų apibrėžimą, b) empirinį požiūrį į pinigų apibrėžimą.
2. Aprašykite FRS arba Federalinės indėlių draudimo korporacijos normatyvinių aktų pakeitimus, kurie skatintų jus pakeisti pinigų apibrėžimą.
3. Paaiškinkite, kodėl federalinės vyriausybės indėliai, bankų grynųjų pinigų atsargos, tarpbankiniai indėliai ir grynųjų pinigų funkcijas atliekantys vertybiniai popieriai, perduoti bankams, neįeina į pinigų pasiūlą.
4. Ar turi būti įtraukiamos į *P1* arba *P2* maisto kortelės, pagal kurias tam tikros šeimos JAV nemokamai gauna maisto produktų?

LITERATŪRA

Advisory Committee on Monetary Statistics. Improving the Monetary Aggregates. Washington, D. C., Board of Governors, Federal Reserve System, 1976. Daug ir detaliai aiškinama, kaip sukonstruoti duomenys apie pinigus ir kaip juos būtų galima patobulinti.

William Barnett, Edward Offenbacher, Paul Spindt. New Concepts of Aggregate Money. — Journal of Finance, 36 (1981, gegužė), p. 497–505. Geras pasakojimas apie tai, kaip kiekybiškai apibūdinti pinigus pagal svertinį vidurkį.

William Bryant. Money and Monetary Policy in Interdependent Nations. Washington, D. C., Brookings Institution, 1980. Teigiama, kad apibrėžiant pinigus, reikia remtis ne vien tik savo šalies ūkio duomenimis.

Milton Friedman, Anna Schwartz. Monetary Statistics of the United States. New York, Columbia University Press, 1970. 3 skyriuje pateikiamas stiprus ir įtikinamas empirinio pinigų apibrėžimo argumentavimas.

Albert Hart. Regaining Control over an Open-ended Money Supply. — U. S. Congress Joint Economic Committee, Special Study on Economic Change, Vol. 4, Washington, D. C., 1980, p. 85–143. Reikšmingas pasakojimas apie pinigų sąvokos eroziją.

John Judd, Bharat Trehan. Portfolio Substitution and the Reliability of M1, M2 and M3 as Monetary Policy Indicators. — Federal Reserve Bank of San Francisco. Economic Review, 1987, vasara, p. 5–23. Įtikinamai dėstoma mintis, kad geriausias pinigų matas yra neterminuotieji *P3*.

Thomas Simpson. The Redefinition of Monetary Aggregates. — Federal Reserve Bulletin, 66 (1980, vasaris), p. 97–114. Čia FRS paaiškina, kaip ji apibrėžia pinigus ir pateikia argumentus, remiančius tuos apibrėžimus.

U. S. Congress, House, Subcommittee on Domestic Monetary Policy, Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. Measuring the Monetary Aggregates, 96th Congress, 2nd session, 1980, vasaris. Turininga ekonomistų nuomonių apžvalga.

Leland B. Yeager. The Medium of Exchange. — Robert Clower (ed.). Monetary Theory, p. 37–60, Baltimore, Penguin Books, 1969. Įspūdingai ir subtiliai remiamas apriorinis požiūris į pinigų apibrėžimą.

11
SKYRIUS

Pinigų kūrimas

Aptarę pinigų apibrėžimą, dabar pažvelkime, kaip jie kuriami. Esminis dalykas čia tas, kad pačią didžiausią pinigų pasiūlos dalį — indėlius — sukuria indėlių įstaigos. Jos ne tik telkia indėlius ir didina pinigų pasiūlą kiekvienu doleriu, kuriuo padidėja jų rezervai. Siekdamos didžiausio pelno, tos įstaigos visos kartu augina kartotinius indėlius ir padidina pinigų pasiūlą daugiau negu vienu įdėtu doleriu. Tokios veiklos mechanizmas anaiptol nėra akivaizdus, todėl skaitydami šį skyrių, sutelkite dėmesį į principinius dalykus ir nepasiduokite skaitmeninių pavyzdžių, arba algebros, kerams. Tačiau pirmiausia užmeskime akį į tai, kaip kuriamas kitas pinigų komponentas — valiuta (grynieji pinigai).

GRYNŲJŲ PINIGŲ KŪRIMAS

Pirmasis žingsnis kuriant piniginius ženklus (dolerių banknotus ir pan.) yra pats jų gaminimas, kurį Jungtinėse Amerikos Valstijose atlieka Graviravimo ir spausdinimo biuras, JAV iždo departamento* agentūra. Pagaminusi ji juos „parduoda“ Federaliniams rezervams, kurie apmoka už tai kredituodami Iždo vardu atidarytą sąskaitą. Kai kuriam nors bankui reikia valiutos, jis kreipiasi į FRS. FRS pasiunčia jam pinigus ir debetuoja to banko rezervų sąskaitą. O bankas paleidžia valiutą į apyvartą, išmokėdamas ją savo klientams. Kaip tik tuo momentu, kai valiuta atsiranda anapus bankų sienų, ji tampa pinigų pasiūlos dalimi. Lygiai taip pat pinigais tampa ir monetos.

Vadinasi, valiutos kiekis apyvartoje priklauso nuo to, kiek tos valiutos žmonės nori turėti su savimi. Žmonės bet kada gali paversti valiuta bet ku-

---

* Ši JAV įstaiga atitinka finansų ministeriją. — Vert. past.

rį savo čekinį indėlį. Pinigų politikos priemonėmis negalima tiesiogiai reguliuoti valiutos kiekio; indėlių pasiūla kontroliuojama, kontroliuojant bankų rezervus[1].

KARTOTINIS INDĖLIŲ KŪRIMAS

Kartotiniu indėlių kūrimu vadiname procesą, kai banke deponuotas doleris per tam tikrą laiką sukuria daugiau kaip dolerį indėlių. Panašiai būna ir tuo atveju, kai bankai papildo savo rezervus vienu doleriu kokiu nors kitu būdu, — jų indėliai taip pat padidėja daugiau negu vienu doleriu. Norint suprasti, kaip tai atsitinka, reikia įsidėmėti tris dalykus. Pirmiausia lemia pati indėlių prigimtis. Tai vienas iš svarbiausių ir sunkiausiai suvokiamų dalykų norint perprasti indėlių kūrimą. Antras įsimintinas dalykas yra du atvejai, kada kartotinio indėlių kūrimo nėra. Tai gali padėti suvokti, kodėl kitais atvejais vyksta indėlių kūrimas. Trečia — indėlių pusiausvyra, kai indėlių kūrimo procesas baigiasi.

Indėlių prigimtis

Kas yra **indėlis**? Tai ne fizinis objektas, kaip grynieji pinigai, bet tiesiog nuosavybės teisė, paliudyta įrašu banko knygose. Negalima indėlio nei pamatyti, nei pačiupinėti, lygiai kaip negalima pačiupinėti teisės į bylos svarstymą prisiekusiųjų teisme arba kieno nors įsipareigojimo. Tai kiek netikėta, nes kai kalbame apie žmogaus paimtą savo indėlį ir mainais už jį gautus piniginius ženklus, turime galvoje išduotą tikrai apčiuopiamą daiktą — grynuosius pinigus. Tačiau pasiimdami indėlį, jūs faktiškai savo teisę atcityje gauti išmokas iš šio banko iškeičiate į valiutą, gaunamą dabar. Kai bankai kuria indėlius, jie kažką daro iš nieko nelyginant Aukščiausiasis teismas kam nors pripažindamas įstatymais pagrįstą teisę. Nei vienu, nei antru atveju nesukuriama nieko, kas egzistuoja fiziškai. Tai suvokti labai svarbu, antraip tolesnis indėlių aiškinimas bus neįkandamas.

---

[1] Tam yra rimtų priežasčių. Įsivaizduokime, kad siekdama apriboti pinigų pasiūlą, FRS nebeteikia papildomos valiutos bankams. Tada bankai nebegalėtų vykdyti įstatymų apibrėžtos pareigos išmokėti reikalaujamas sumas iš indėlių iki pareikalavimo ir turėtų užsidaryti. Ir atvirkščiai, jei FRS bandytų padidinti pinigų pasiūlą, didindama apyvartoje esančios valiutos kiekį, ji neturėtų jokio konkretaus būdo „įpiršti" tuos pinigus visuomenei, o net jeigu ir sugebėtų tai padaryti, žmonės galėtų tučtuojau ta valiuta atsikratyti, įnešdami ją į bankus.

Du nepaprasti atvejai: 100 procentų rezervai ir 100 procentų valiutos nuotėkis

Antras momentas, aptartinas prieš imantis aiškinti kartotinį indėlių kūrimą, yra du nepaprasti atvejai, kada kartotiniai indėliai nekuriami; tie du atvejai ir leis suvokti, kodėl realesnėmis aplinkybėmis kartotinis indėlių kūrimas darosi įmanomas.

100 procentų rezervai. Pirmasis nepaprastasis atvejis yra tada, kai jo didenybė įstatymas pareikalauja iš bankų turėti priimtiems indėliams 100 procentų rezervus. Pažiūrėkime, kas įvyks, jei kas nors įneš 10 000 dolerių indėlį grynaisiais pinigais. Tam geriausia pasinaudoti vadinamąja **T sąskaita**, t. y. suprastintu banko balanso variantu, kuriame atsiribojama nuo visų ankstesnių įrašų ir parodomi tik tie, apie kuriuos tuo momentu kalbama. Tokia T sąskaita tokiu atveju atrodys taip:

(1)

Aktyvai		Pasyvai	
grynieji pinigai	10 000 dol.	indėliai	10 000 dol.

Šis bankas dabar išlaiko pusiausvyrą: jo rezervai pagal indėlius kaip tik tokie, kokių reikalauja įstatymas. Ar šiuo atveju galima kalbėti apie kartotinį indėlių kūrimą? Tikrai ne. Sukurtas 10 000 dol. indėlis ir turima 10 000 dol. rezervų. Taigi santykis yra 1:1, ir jokio pasidauginimo nėra.

Paskolos vien grynaisiais pinigais. Imkime kitą nerealų atvejį, kai privalomųjų rezervų norma tėra, tarkime, 20 procentų, bet skolininkas, gavęs paskolą, pasiima ją visą grynaisiais pinigais ir jos jau niekur nededa. Kadangi reikalaujamas rezervų dydis yra mažesnis nei 100 procentų, aukščiau minėtoji T sąskaita jau nebetiks pusiausvyrai banke apibūdinti. Bankas dabar gali didinti savo pelną, iš to pradinio 10 000 dol. indėlio pasilikdamas 2000 dol. privalomąjį rezervą ir paskolindamas 8000 dol. arba įsigydamas už juos vertybinių popierių. Banko T sąskaita, suteikus paskolą, dabar atrodys šitaip:

(2)

Aktyvai		Pasyvai	
grynieji pinigai	2000 dol.	indėliai	10 000 dol.
išduota paskola	8000 dol.		

Dabar šiame banke yra pusiausvyra: jo rezervai (valiuta) kaip tik tokie, kokius jis privalo turėti pagal priimtus indėlius. Tačiau ir šiuo atveju kartotinio indėlių kūrimo nėra: bankas buvo gavęs 10 000 dol. valiutos, tai yra rezervų, ir turi 10 000 dol. neišmokėtų indėlių; taigi indėlių santykis su rezervais liko toks pat — 1:1.

Indėlių pusiausvyros lygis

Dabar atsiribokime nuo nerealios prielaidos, kad bankas turi turėti 100 procentų rezervų. Taigi tarkime, kad pusiausvyros sąlygomis bankai rezervuose laiko tik 10 procentų savo indėlių ir dar tarkime, kad čekiniams indėliams didėjant, žmonės neketina turėti su savimi daugiau grynųjų pinigų, nesirengia didinti savo terminuotųjų indėlių.

Sakykime, kad kas nors deponuoja banke 1000 dol., kuriuos jis buvo gavęs parduodamas Federaliniams rezervams iždo vekselį. Tai reiškia, kad FRS kredituoja šį banką papildomais 1000 dolerių rezervais. Kadangi pagal mūsų prielaidą privalomieji rezervai turi sudaryti 10 procentų indėlių, dabar indėliai turėtų padidėti dešimt kartų, tai yra iki 10 000 dolerių. Kaip tai vyksta?

Šito neįmanoma padaryti pačiam bankui paskolinant kam nors 10 000 dol. Jei jis tai padarytų, paskolos gavėjai išrašytų čekius, kurtų indėlius kituose bankuose, ir tada šis bankas turėtų patenkinti tų kitų bankų reikalavimus visa 10 000 dol. suma. Bet jis tiems reikalavimams apmokėti yra gavęs tik 1000 dolerių. Vadinasi, toks būdas negalimas.

Kartotinį indėlių kūrimą paaiškina šis dėsnis: kai bankas suteikia paskolą arba perka vertybinius popierius, jis netenka atitinkamos rezervų sumos. Ši netenkamoji suma niekur nepranyksta, ji pereina į kitą indėlių įstaigą, kuri tada irgi skolina. Suteiktoji paskola atsiranda trečioje įstaigoje ir taip toliau. Rezervai lieka indėlių įstaigų sistemoje ir kuria papildomus indėlius tol, kol pagaliau indėliai pasidaro dešimt kartų didesni už rezervus. (Jei privalomųjų rezervų norma būtų, tarkime, 20 procentų, tas procesas baigtųsi, kai indėliai taptų penkis kartus didesni už rezervus.)

Išnarpliokime šį procesą po mazgelį. Tarkime, kad, bankui skolinant pinigus arba perkant vertybinius popierius, visi gautieji pinigai yra vėl padedami į čekinį indėlį; padeda tuos pinigus gavęs asmuo arba kas nors kitas, iš kurio pirmasis asmuo ką nors pirko. (Tai nėra visiškai priimtina prielaida, ir vėliau mes ją patikslinsime.) Šitaip atsisakysime ankstesnės prielaidos, kad skolininkas arba vertybinio popieriaus pardavėjas visas gautas pajamas laiko grynaisiais pinigais. Tai visiškai neįtikėtina, nes sunku įsivaizduoti asmenį, kuris skolintųsi pinigus ir mokėtų palūkanas, nemanydamas tų pinigų naudoti pirkiniams. O jei jis pasiskolino norėdamas ką nors nusipirkti, tai tas, iš kurio jis pirko, taip pat greičiausiai nelaikys valiutos su savimi, bet padės įplaukas į banką arba kitą indėlius priimančią įstaigą. Žengdami pirmą žingsnį arčiau realybės, tarkime, kad deponuotos bus visos už parduotą prekę gautos įplaukos. Be to, grynai hipotetiškai tarkime, kad privalomoji rezervų norma yra 20 procentų. Ir pagaliau manykime, kad indėlių įstaigos, užuot pasilikusios kiek nors nenaudojamų rezervų, visus turimus rezervus panaudoja paskoloms teikti arba vertybiniams popieriams pirkti.

Dabar įsivaizduokime, kad kas nors banke A deponuoja 10 000 dol. čekį, gautą FRS pardavus vertybinį popierių. Atlikus čekio kliringą, šio banko T sąskaita atrodys taip:

(3) *Bankas A*

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	10 000 dol.	indėliai	10 000 dol.

Kaip ir ankstesniame pavyzdyje, bankas, turėdamas 8000 dolerių daugiau negu reikalauja privalomieji 20 procentų rezervai, išduoda daugiau paskolų ir skolininko indėlių sąskaitą padidina paskolos suma. Banko T sąskaita tada bus tokia:

(4) *Bankas A*

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	10 000 dol.	indėliai	18 000 dol.
išduotos paskolos	8000 dol.		

Skolininkas nelaiko be naudos gautosios paskolos, jis panaudoja ją pirkiniui įsigyti. To pirkinio pardavėjas gautą 8000 dol. čekį deponuoja, tarkime, taupymo ir kredito įstaigoje B, kuri persiunčia čekį FRS kliringui. Įskaičius čekį, banko A T sąskaita bus tokia:

(5) *Bankas A*

Aktyvai		Pasyvai	
išduotos paskolos	8000 dol.	indėliai	10 000 dol.
rezervai FRS	2000 dol.		

2000 dol. banko A rezervai dabar yra kaip tik tokie, kokie turi būti turint 10 000 dol. indėlių, taigi banko būklė yra pusiausvira. Tačiau taupymo ir kredito įstaiga B dabar yra gavusi 8000 dol. indėlių ir rezervų, todėl jos T sąskaita atrodo taip:

(6) *Taupymo ir kredito įstaiga B*

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	8000 dol.	indėliai	8000 dol.

Bet nėra jokių priežasčių, dėl kurių B turėtų norėti laikyti 100 procentų rezervus nuo priimtų indėlių. Šiai kredito įstaigai pakanka turėti 1600 dol. (20 procentų nuo 8000 dol.) rezervą, o likusią dalį, 6400 dol., galima išduoti paskolomis arba už ją pirkti vertybinių popierių. Kai paskolos ėmė-

jas arba vertybinių popierių pardavėjas išleidžia gautuosius 6400 dol., jų gavėjas pateikia čekį bankui C, kuris pasiunčia jį į FRS kliringui. Taip padarius, įstaigos B T sąskaita tampa tokia:

(7) *Taupymo ir kredito įstaiga B*

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	1600 dol.	indėliai	8000 dol.
išduotos paskolos	6400 dol.		

Įstaiga B dabar pasiekė pusiausvyrą, ji turi 1600 dol. dydžio rezervą — tiksliai tokį, kokio jai reikia. Bet veiksmas šį kartą persikėlė į banką C, kuris gavo 6400 dol. indėlių ir rezervų. Jam irgi pakanka laikyti 20 procentų tos sumos, tai yra 1280 dol. kaip privalomą 6400 dol. indėlių rezervą, o 5210 dol. jis gali naudoti vertybiniams popieriams pirkti arba išduoti juos kaip paskolą; ta suma jau mums žinomu būdu taps indėliu banke D, ir tada bankas D galės skolinti 80 procentų gauto indėlio, t. y. 4096 dol., kurie savo ruožtu taps indėliu banke E, o šis taip pat panaudos 80 procentų gauto įnašo paskolai teikti arba vertybiniams popieriams pirkti[2].

Šiame procese kiekviena indėlių įstaiga kuria indėlius grandininiu būdu: banke A yra 10 000 dol. indėlių, įstaigoje B — 8000 dol., banke C — 6400 dol., banke D — 5120 dol., banke E — 4096 dol. ir taip toliau. Kitaip tariant, vyksta **kartotinis indėlių kūrimas**: pradinis rezervų priaugis sužadina seriją naujų indėlių. Tai skatina dvi svarbiausios priežastys: pirma, nė viena įstaiga nelaiko 100 procentų rezervų nuo įneštų indėlių ir, antra, kai viena įstaiga praranda atitinkamą rezervų sumą, suteikdama paskolą arba pirkdama vertybinius popierius, kita įstaiga ta pačia suma padidina savo rezervus.

Papasakotas vyksmas vienu aspektu gali atrodyti nerealus. Bankas B gavo 8000 dol. indėlių ir rezervų, ir tada suteikė lygiai 6400 dol. paskolą. Suprantama, anaiptol nebūtinai suteiktoji paskola bus tokio dydžio. Iš tikrųjų bankai nesidairo į konkrečias rezervų ir indėlių įplaukų sumas ir nesistengia išduoti paskolomis būtinai 80 procentų nuo kiekvienos gautos sumos. Bankai be perstogės mezga sandėrius, ir į juos įplaukia bei iš jų išplaukia nenutrūkstamas pinigų srautas. Kiekvieną rytą bankas nustato, kiek per vakarykštę dieną įplaukė į rezervus ir kiek iš jų išplaukė, įvertina galimus prasidėjusios dienos rezervų pokyčius ir tada nusprendžia — didinti paskolų išdavimą ir investavimą į vertybinius popierius ar mažinti. Nėra jokio reikalo kiekvieną paskolą sieti su kuria nors įnešta į banką suma. Dėl to visai galimas dalykas, kad tarp rezervų gavimo ir atitinkamo indėlių padidėjimo gali susidaryti gana didelis laiko tarpas.

[2] Kaip pratimą surašykite bankų C, D ir E T sąskaitas.

Indėlių multiplikatorius

Iki kokios sumos vyksta kartotinis indėlių kūrimas? Mūsų pateiktuoju atveju įvykių virtinė buvo tokia: 10 000 dol., 8000, 6400, 5120, 4096 dol. ir taip toliau; kiekviena suma sudaro 80 procentų ankstesniosios sumos. (Čia pasirinkta 20 procentų privalomųjų rezervų norma yra, žinoma, paimta tik kaip pavyzdys. Jei būtume paėmę 50 procentų privalomųjų rezervų normą, indėlių virtinė būtų buvusi tokia: 10 000, 5000, 2500, 1250 dol., ...) Tokia skaičių eilė yra geometrinė progresija:

$$R\ [1 + (1 - rn) + (1 - rn)^2 + (1 - rn)^3 + ...],$$

kurios bendroji išraiška yra

$$I = \frac{1}{rn} R;$$

čia I yra indėliai, rn — privalomųjų rezervų norma, R — pradinis rezervų padidėjimas bankui A gavus 10 000 dol. indėlį. Jei privalomųjų rezervų norma būtų 20 procentų, indėlių būtų sukurta (1/0,2) 10 000 dol., t. y. 50 000 dol. Taigi **indėlių multiplikatorius** yra lygus ($1/rn$), arba šiuo atveju 5. Indėlių multiplikatorius yra indėlių pokytis pakitus rezervams vienu piniginiu vienetu. (Skirtingai nuo Keinso multiplikatoriaus, kuris apibūdina kokio nors autonomiško išlaidų rodiklio, pavyzdžiui, investicijų, santykį su pajamomis, šis multiplikatorius išreiškia rezervų santykį su indėliais.)

KARTOTINIS INDĖLIŲ MAŽĖJIMAS

Dabar paimkime atvirkščią atvejį, kai rezervai mažėja. Kad skaičiai nebūtų pernelyg vienodi, tarkime, kad privalomųjų rezervų norma yra 25 procentai. Be to, tarkime, kad, kaip ir anksčiau, jokių papildomų rezervų bankai nelaiko. Kai savitarpio taupomojo banko A klientas perka iš FRS 10 000 dolerių vertės vertybinių popierių, FRS, atlikus čekio kliringą, debetuoja to banko rezervų sąskaitą. Banko T sąskaita dabar yra tokia:

(8) *Savitarpio taupomasis bankas A*

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	−10 000 dol.	indėliai	−10 000 dol.

Tačiau, kadangi bankas A 10 000 dol. indėliams turėjo tik 2500 dol. rezervų, vadinasi, jam dar trūksta 7500 dol. rezervų, ir jis turi papildyti juos, parduodamas tokios vertės vertybinius popierius arba susigrąžindamas to-

kio dydžio išduotas paskolas. Kai jis tai padaro ir gautasis čekis kredituojamas jo sąskaitoje, jo T sąskaita, įskaitant tiek pradinį, tiek naująjį sandėrį, tampa tokia:

(9) *Savitarpio taupomasis bankas A*

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	−10 000 dol. +7500 dol.	indėliai	−10 000 dol.
paskolos ir vertybiniai popieriai	−7500 dol.		

Savitarpio taupomojo banko A padėtis dabar yra pusiausvira. Jis neteko 10 000 dol. rezervų ir išlygino balansą, sumažindamas privalomuosius rezervus bei įsigydamas naujų rezervų. Bet jo rezervų sumažėjimas paprasčiausiai persikėlė į kitą indėlių įstaigą, nes parduodamas vertybinius popierius arba susigrąžindamas paskolą, bankas A gavo čekį, išrašytą banko B.

Atlikus to čekio kliringą, banko B T sąskaita atrodys taip:

(10) *Bankas B*

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	−7500 dol.	indėliai	−7500 dol.

Bankas B 7500 dol. indėliams laikė 1875 dol. (7500 × 0,25) rezervą, ir dabar jam trūksta 5625 dol. (7500 − 1875) rezervų. Todėl jis taip pat parduoda kiek vertybinių popierių arba susigrąžina paskolų, šitaip gaudamas trūkstamus 5625 dolerius. Tada jo sąskaita bus tokia:

(11) *Bankas B*

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	−1875 dol. (= −7500 + 5625)	indėliai	−7500 dol.
paskolos ir vertybiniai popieriai	−5625 dol.		

Dabar banko B rezervai yra sumažėję lygiai 25 procentais indėlių sumažėjimo sumos, taigi rezervų jam jau nebestinga. Bet už 5625 dol. pardavęs vertybinių popierių, jis gavo čekį, išrašytą indėliui, laikomam banke C. Atlikus čekio kliringą, bankui C pritrūksta rezervų, jo T sąskaita dabar tokia:

(12) *Bankas C*

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	−5625 dol.	indėliai	−5625 dol.

Bankui nėra ko rūpintis rezervų sumažėjimu 1406 doleriais (5625 × 0,25), nes sumažėjo ir jo indėliai. Bet jam vis tiek dar trūksta 4219 dol. rezervų. Tarkime, kad jis dėl to parduoda kelis vertybinius popierius už 4219 dol. taupymo ir paskolų įstaigos D klientui. Tada jam nebetrūksta rezervų, bet 3164 dol. rezervų (4219 × 0,75) stinga įstaigai D. Dabar jau ji parduos vertybinius popierius, šitaip perkeldama problemą bankui E ir taip toliau.

Šitame procese indėliai mažėja geometrine progresija. Banke A jie sumažėja 10 000 dol., banke B 7500 dol., banke C 5625 dol. ir taip toliau. Tokiai mažėjančių sumų eilei pritaikę jau žinomą lygybę, nustatysime, kad indėliai turės sumažėti 40 000 dol., arba

$$\frac{1}{rn}R = \frac{1}{0{,}25}\ 10\ 000\ \text{dol.}$$

Vadinasi, kartotinis indėlių mažėjimas yra galimas lygiai kaip ir didėjimas; neatsitiktinai jie abu yra simetriški, nors mūsų pavyzdyje skaičiai skiriasi, nes panaudojome skirtingą privalomųjų rezervų normą.

INDĖLIŲ KŪRIMO PINIGŲ NUOTĖKIAI

Aprašytame kartotinio indėlių kūrimo procese kol kas vienintelį pinigų nuotėkį sukėlė privalomieji rezervai, kurie absorbavo rezervų sumą. Bet susidaro ir kitų nuotėkių, kuriuos dabar aptarsime: rezervų perteklius, žmonių laikomi grynieji pinigai ir neasmeninių terminuotųjų indėlių rezervai. (Dėl patogumo terminu *indėliai*, kurį ligi šiol vartojome gana neapibrėžtai, vadinsime indėlius į sandėriams naudojamas sąskaitas.)

Pertekliniai rezervai

Bankas arba kuri kita indėlių įstaiga dažnai stengiasi turėti papildomų rezervų, kad prireikus nereikėtų skolintis iš FRS, pirkti indėlių sertifikatų rinkoje arba parduoti trumpalaikių vertybinių popierių. Bet paprastai rezervų perteklius nebūna didelis. 1983–1988 metų laikotarpiu jis vidutiniškai sudarė 1,8 procento visų rezervų ir tik vieną mėnesį buvo pasiekęs 2,4 procento lygį.

Kaip reikėtų žiūrėti į rezervų perteklių, atsiradusį kuriant indėlius iki pareikalavimo? Paprasčiausia būtų traktuoti tą perteklių lygiai taip pat, kaip privalomuosius rezervus. Tarkime, bankas gauna 10 000 dol. indėlį ir paskolina tik 85 procentus tos sumos, 15 procentų laikydamas kaip šio indėlio rezervą. Indėlių kūrimo proceso požiūriu nėra jokio skirtumo, ar visi tie 15

procentų yra privalomasis rezervas ar, sakysime, 14 procentų yra įstatymo numatytas rezervas, o 1 procentas — pertekliniai rezervai. Abiem atvejais tas pats — jei bankas paskolino 8500 dol., kitas bankas gaus 8500 dol. indėlį. Vadinasi, kai bankai turi kokį nors rezervų perteklių, indėlių iki pareikalavimo multiplikatorius yra ne

$$i = \frac{1}{rn}, \quad \text{bet} \quad i = \frac{1}{rn + p};$$

čia p — indėlio procentinė dalis, kurią bankas savanoriškai laiko kaip **perteklinius rezervus**. Jei privalomųjų rezervų norma yra 14 procentų ir bankas turi 1 procentą papildomųjų rezervų, indėlių multiplikatorius bus

$$\frac{1}{0{,}14} + 0{,}01, \text{ arba } 6{,}67.$$

Indėlių vertimas valiuta

Didėjant indėliams ir dėl to didėjant pajamoms, žmonės dalį savo indėlių pricaugio keičia į valiutą. Tarkime, kad iš kiekvieno naujo čekinių indėlių dolerio žmonės 30 centų nori laikyti grynaisiais pinigais. Tie 30 centų valiuta, kuriuos indėlių įstaiga turi išmokėti klientams iš kiekvieno naujų indėlių dolerio, iškrinta iš indėlių kūrimo proceso, lygiai kaip tie 14 procentų, kurie ankstesniame pavyzdyje turi būti laikomi privalomaisiais rezervais. Šiuo atveju kuris nors bankas, gavęs 10 000 dol. indėlį, 1400 dol. laikys kaip privalomąjį rezervą, 100 dol. — kaip perteklinį rezervą, o 3000 dol. išmokės klientams valiuta. Taigi skolinti jis galės 5500 dol., kurie ir taps indėliu kitame banke. Šitaip indėlių iki pareikalavimo (čekinių indėlių) multiplikatorius tampa toks:

$$i = \frac{1}{rn + p + g};$$

čia g yra indėlio dalis, kurią klientai atsiima valiuta. Šiame pavyzdyje turėsime:

$$i = \frac{1}{0{,}14 + 0{,}01 + 0{,}30} = 2{,}22.$$

Čekinių indėlių vertimas terminuotaisiais indėliais

Kai čekiniai indėliai didėja, dalis jų gali būti paversta terminuotaisiais indėliais. Gali atrodyti, kad šiuo atveju irgi turėtume pridėti prie vardiklio dar vieną narį, kaip darėme su pertekliniais rezervais ir valiuta. Bet šį kar-

tą yra kitaip. Kai indėlių įstaiga laiko rezervų perteklių arba klientas papildomai pasiima valiutos, ši suma visiškai iškrinta iš indėlių kūrimo proceso; kita tos grandinės įstaiga šios indėlio dalies nebegauna. Bet taip neatsitiks su pinigais, kurie buvo paversti terminuotaisiais indėliais. Įneštieji pinigai lieka sistemoje. Skirtumas tik tas, kad jiems irgi turi būti laikomas nustatytas rezervas, ir indėlių kūrimo grandinė netenka tik tos rezervo sumos (bet ne paties terminuotojo indėlio). Taigi, norint patikslinti čekinių indėlių multiplikatoriaus formulę daliai indėlių tapus terminuotaisiais indėliais, reikia prie vardiklio pridėti nuotėkį į terminuotuosius indėlius kaip indėlio iki pareikalavimo pinigų vieneto dalį, padaugintą iš terminuotųjų indėlių privalomųjų rezervų normos. Tada gauname:

$$i = \frac{1}{rn + p + g + t\,(rn_t)};$$

čia t yra čekinių indėlių dalis, kuri virto terminuotaisiais indėliais, rn_t — rezervų (privalomųjų plius perteklinių) norma, laikoma terminuotiesiems indėliams. (Jeigu trumpalaikių neasmeninių terminuotųjų indėlių privalomųjų rezervų norma yra 3 procentai, o kitų terminuotųjų indėlių — 0 procentų, tai rn_t turi būti apskaičiuotas kaip 3 ir 0 procentų svertinis vidurkis.) Tarkime, kad t yra 20 procentų, o rn_t yra 1 procentas, tada multiplikatorius bus

$$i = \frac{1}{0{,}14 + 0{,}01 + 0{,}30 + 0{,}2(0{,}01)} = 2{,}21.$$

Šis multiplikatorius, 2,21, yra daugiau nei triskart mažesnis už 7,14, tai yra už multiplikatorių tuo atveju, kai privalomųjų rezervų norma, 14 procentų, būtų vienintelis kartotinio indėlių kūrimo nuotėkis.

NUO MULTIPLIKATORIAUS PRIE INDĖLIŲ APIMTIES: DAUGINAMASIS

Kas gi yra tai, ką dauginame iš indėlių multiplikatoriaus, gaudami bendrąją indėlių apimtį? Iš pradžių žvilgtelėkime į suprastintą pasaulį, kuriame yra čekinių indėlių ir terminuotųjų indėlių, bet nėra valiutos. Tada dauginamasis yra bendroji rezervų apimtis, ir bendroji indėlių suma yra lygi

$$I = \frac{1}{rn + p + t\,(rn_t)}\,R;$$

čia I — bendroji indėlių suma, o R — bendroji rezervų apimtis. Kai rezervai padidėja, indėlių kūrimo procesas trunka tol, kol naujieji rezervai visiškai įtraukiami į čekinių ir terminuotųjų indėlių privalomųjų rezervų arba į perteklinių rezervų prieaugį.

Jei dabar pripažinsime egzistuojant ir valiutą, galimos dviejų rūšių pasekmės. Pirma, atsiranda papildomo nuotėkio galimybė — nuotėkis į valiutą; antra, turima valiuta dabar gali būti kartu su rezervais panaudota kompensuoti bet kuriems nuotėkiams. (Valiuta, laikoma banke, yra jo rezervų dalis.) Todėl dauginamuoju tampa ne vien rezervai, bet rezervai + valiuta — šią sumą kitame skyriuje jau vadinsime baze[3]. Dabar indėliai bus lygūs

$$I = \frac{1}{rn + p + g + t\,(rn_t)}\,(R + V);$$

čia V — valiuta.

Kad išsiaiškintume iki galo, pažiūrėkime, kas atsitiktų, jei valiutos atsargos padidėtų 100 dol. Galimi du variantai. Vienas toks, kad kas nors laikys tuos 100 dol. su savimi, ir tada valiutos santykis su indėliais g padidės. Kitas variantas — tų 100 dol. turėtojas padės juos kaip indėlį į banką. Šiuo atveju banko rezervai padidės ir jei pertekliniai rezervai nesikeis, indėliai didės tol, kol jų prieaugis ims atitikti čekinių ir terminuotųjų indėlių privalomųjų rezervų padidėjimą 100 dol.

Pinigų multiplikatorius

Pagrindinė priežastis, dėl kurios tenka taip plačiai aiškintis indėlių multiplikatorių, yra ta, kad juo galima apskaičiuoti pinigų multiplikatorių. Norėdami nuo čekinių indėlių perciti prie $P1$, turime pridėti grynuosius pinigus[4]. Jei žmonės pasiima ir laiko su savimi g dalį savo čekinių indėlių grynųjų pinigų pavidalu, kiekvienas tų indėlių doleris egzistuoja kaip g doleriai, laikomi grynaisiais pinigais. Bendrasis žmonių laikomų grynųjų pinigų kiekis bus lygus

$$gI = g\,\frac{1}{rn + p + g + t(rn_t)}\,(R + V) = \frac{g}{rn + p + g + t(rn_t)}\,(R + \mathrm{V}).$$

Pridėję šią sumą prie čekinių indėlių, kurių apimtis yra

$$I = \frac{1}{rn + p + g + t(rn_t)}\,(R + V),$$

gausime

$$P1 = \frac{1 + g}{rn + p + g + t(rn_t)}\,(R + V).$$

[3] Čia ir kalbama apie bazės multiplikatorių. Yra dar ir rezervų multiplikatorius, kuris ignoruoja valiutos lyginamąjį svorį ir todėl yra lygus bendrajai indėlių sumai, padalytai iš rezervų.

[4] Kol kas suprastiname aiškinimą, neatsižvelgdami į tai, kad pinigų kiekis apima ir kelioninius čekius, bet neapima tarpbankinių bei federalinės vyriausybės indėlių.

PINIGŲ PASIŪLOS TEORIJA

Čia galėtume ir baigti aiškinimą ir teigti, kad pinigų multiplikatorius yra pastovus dydis, apibrėžiamas koeficientų *rn*, *p*, *g*, *t* ir rn_t. Beliktų apskaičiuoti tų koeficientų vidutines reikšmes, ir visai nesunkiai gautume pinigų multiplikatorių. Tačiau ar galime daryti prielaidą, kad tų nuotėkių koeficientų reikšmės yra pastovus dydis? Tai pasakytina tik apie FRS nustatomą privalomųjų rezervų normą, o likusieji priklauso nuo to, kokiais pavidalais žmonės linkę laikyti savo turtą. Žmonių sprendimai priklauso nuo ekonominės padėties, todėl nederėtų tų nuotėkių koeficientų laikyti nekintamais; tačiau mes galime pasiaiškinti, kaip jie keičiasi, kintant ūkio sąlygoms.

Perteklinių rezervų norma *p*, kurios bankai nusprendžia laikytis, priklauso, viena, nuo palūkanų normos, kurią gautų bankai, investuodami tuos rezervus, ir antra, nuo naudos, kurios bankai tikisi gauti, pasilaikydami juos sau. Didžiausio pelno siekiantis bankas laiko perteklinius rezervus tol, kol tų nenaudojamų rezervų ribinės (alternatyvinės) išlaidos (pajamos, gautos juos investavus, minus investavimo išlaidos) taps lygios banko gaunamai ribinei naudai (t. y. galimybei išvengti išlaidų, atsirandančių tuo atveju, kai bankui pritrūksta rezervų ir reikia juos papildyti, padauginus iš tikimybės iš tikrųjų pritrūkti rezervų).

Koeficientas *g*, rodantis, kokią dalį savo priaugančių indėlių žmonės pageidauja laikyti grynaisiais pinigais, priklauso nuo to, kokios yra tų grynųjų pinigų laikymo išlaidos, t. y. nuo tiesiogiai gaunamų bei galimų pajamų iš indėlių, taip pat nuo palūkanų normos, mokamos už vertybinius popierius. Tačiau žmonės savo papildomai įsigyjamus vertybinius popierius daug labiau linkę traktuoti kaip savo indėlių sumų pakaitalus, o ne kaip turimos valiutos kiekio pakaitalus. Todėl pirkdami vertybinius popierius, jie pirmiausia sumažina savo indėlius, taigi santykis tarp jų turimos valiutos ir indėlių padidėja. Grynųjų pinigų proporcija priklauso ir nuo pajamų arba turto, nes šie kintamieji nusako tą laipsnį, kuriuo žmonės gali atsisakyti nuo palūkanomis už indėlius arba už vertybinius popierius gaunamų pajamų mainais į patogumą turėti valiutos bei nuo naudojimosi mažmeninės prekybos paslaugomis; mat kaip tik šis kintamasis apibūdina grynaisiais pinigais atliekamos veiklos mastą. Kai kurie ekonomistai yra įsitikinę, kad turimos valiutos proporcija reaguoja ir į apmokestinimo lygio kitimą, nes tokiuose sandėriuose, kuriuose siekiama išvengti apmokestinimo, saugiau naudoti valiutą, o ne čekius, kuriuos naudojant, lieka įrašai. Dar vienas veiksnys, veikiantis valiutos proporciją, yra narkotikų ir kitokios nelegalios prekybos mastų didėjimas, nes šiais atvejais apmokama taip pat valiuta, o ne čekiais.

Terminuotųjų indėlių koeficientas *t* priklauso nuo palūkanų normos, teikiamos už terminuotuosius indėlius, palyginti su pajamomis, gaunamomis iš turimų čekinių indėlių bei iš vertybinių popierių. Akivaizdu, kad bankams padidinus palūkanų normą, mokamą už terminuotuosius indėlius, o

pajamoms nei iš čekinių indėlių, nei iš vertybinių popierių nepadidėjus, žmonės norės turėti daugiau terminuotųjų indėlių. Šių indėlių proporcija taip pat priklauso nuo viso turimo turto dydžio, nes terminuotieji indėliai yra vienas iš turto laikymo būdų.

Vadinasi, pajamos, turtas bei palūkanų norma yra veiksniai, kurie lemia *p*, *g* ir *t*, taigi ir pinigų multiplikatorių. Jei pajamos bei palūkanų norma didėja, reikia tikėtis, kad *p* kiek nors sumažės. Bet jei *p* jau yra pakankamai mažas, didelio pasikeitimo nebebus. Didėjant ir pajamoms, ir mažmeninės prekybos apyvartai, ir vertybinių popierių teikiamoms palūkanoms, *g* taip pat didės.

Taigi indėlių multiplikatorius yra endogeninis, tai yra priklausantis nuo pajamų rodiklis, todėl net jei FRS nekeičia banko rezervų, pinigų kiekis turės tendenciją didėti, jei didės pajamos, ir mažėti, jei jos mažės; kitaip tariant, indėlių multiplikatorius veikia ciklišku mą skatinančia kryptimi.

Ši pinigų kūrimo analizė, kuri pinigų multiplikatorių apibūdina kaip endogeninį kintamąjį, priklausantį nuo *p*, *g* ir *t* kitimo, vadinama **pinigų pasiūlos teorija**; šiuo pavadinimu norima skirti čia apibūdintą pinigų kiekio kitimo traktavimą nuo mechanistinio „vadovėlinio" traktavimo, kuris pinigų multiplikatorių laiko pastoviu dydžiu.

Pinigai kaip endogeninis kintamasis

Nors visi sutinka, kad pinigų pasiūla reaguoja į pajamų pokyčius, bet kai kurie ekonomistai šią vidinę (endogeninę) pinigų savybę pabrėžia labiau nei kiti. Sakydami, kad pinigai yra endogeninis objektas, turime galvoje tai, kad pinigų pasiūla priklauso nuo pinigų paklausos, o ne vien nuo FRS pateiktų rezervų. Dabar apibendrinsime šį požiūrį ir jo sukeltas diskusijas. Kad būtų tiksliau, pavadinsime tokį požiūrį **endogeninių pinigų koncepcija** ir nepaisysime to fakto, kad kiti ekonomistai iš esmės be ginčų sutinka, kad nors ir ribotu mastu, pinigų multiplikatorius yra endogeninis[5].

Endogeninių pinigų koncepcija kelia klausimą, kodėl bankai ir taupomosios įstaigos būtinai stengsis pateikti daugiau indėlių vien dėl to, kad padidėtų jų rezervai. Argi jie, kaip ir bet kurios kitos firmos, nepasirenka tokios savo veiklos apimties, kuri jiems duotų didžiausią pelną, užuot stengęsi pateikti didžiausią kiekį produktų arba paslaugų? Mes juk tikrai nesutiksime su tokia pagaminto plieno kiekio analize, kuri mums aiškina, jog tą kiekį lėmė liejyklų gaunamas geležies rūdos ir kt. kiekis. Pelną maksimizuojantis bankas dairysis tiek į paklausą (ribines pajamas), tiek į išlaidas, lemiančias jo teikiamų paslaugų apimtį. Ką tik nupasakotas indėlių kūrimo metodas apibūdino vien pasiūlos procesą, parodydamas, kokią didžiausią indėlių sumą gali sudaryti bankai. O žmonių indėlių poreikis argi nieko

[5] Dažnai ši koncepcija vadinama naujuoju požiūriu, bet tokiam pavadinimui jau laikas „išeiti į pensiją", nes jis suformuluotas dar 7 dešimtmečio pradžioje.

nereiškia? Argi visuomenė nuolankiai priima bet kokį bankų teikiamą indėlių kiekį? Su tokia pat logika galima būtų teigti ir priešingą kraštutinę padėtį, tariant, kad bankai visados gali sukurti tiek indėlių, kiek tik žmonės panorės jų turėti, tai yra laikomų indėlių apimtį lemia indėlių paklausa. Sakysime, pavyzdžiui, kad žmonės nori turėti daugiau universalių indėlių. Tokiu atveju bankai nuspręs, kad jie gali parduoti žmonėms indėlius už mažesnes numanomas pajamas, t. y. su mažesnėmis išlaidomis, ir todėl jie padidins universalių indėlių skaičių.

Tačiau kaip bankai gaus reikalingų rezervų? Iš pradžių pažymėkime tą faktą, kad jei žmonės nori laikyti daugiau indėlių, jie, reikia manyti, dalį savo turimų grynųjų pinigų padės į bankus, ir bankų rezervai padidės. Antra, padidėjusią universalių indėlių paklausą bankai įstengs patenkinti, padidindami pajamas, kurias žmonėms teikia terminuotieji indėliai, nes šitaip jie paskatins dalį indėlininkų perkelti savo pinigus iš čekinių indėlių į terminuotuosius. Kadangi privalomųjų rezervų normos skiriasi — asmenų terminuotiesiems indėliams išvis nereikalaujama laikyti rezervų, — tai privalomųjų rezervų suma, skaičiuojant vidutiniškai vienam indėlių doleriui, dėl to sumažės. Tuo remdamasi, endogeninių pinigų koncepcija ir teigia, kad rezervų pasiūla nėra tokia lemtinga, leidžiant pinigus, ypač *P2*, kaip teigia tradiciniai postulatai.

Laimė, dviejų traktuočių konfliktas nėra toks rimtas, kaip gali atrodyti. Pažiūrėkime, kas atsitinka, kai rezervai padidėja. Pradėkime nuo susiklosčiusios pusiausvyros, kai bankai susidaro optimalią indėlių apimtį, pasiekdami lygybę tarp ribinių pajamų, gaunamų už žmonių indėlių laikymą, ir ribinių išlaidų, susidarančių tvarkant tuos indėlius. Tarkime, kad FRS leidžia bankams pasinaudoti didesne rezervų dalimi. Vienas iš indėlių tvarkymo išlaidų elementų yra negautos palūkanos už tuos pinigus, kurie laikomi kaip rezervas tiems indėliams. Kai bankui leidžiama disponuoti didesne rezervų dalimi, palūkanų norma sumažėja, o dėl to sumažėja ir indėlių tvarkymo ribinės išlaidos. Jos tampa mažesnės už ribines pajamas, todėl bankai didina indėlių apimtį. Vadinasi, kaip ir numato tradicinė traktuotė, kai bankai įgyja papildomų rezervų, bankų indėliai padidėja.

Tai dar ne viskas. Nors tradicinė traktuotė vertina bankų indėlius visai kitaip, negu kitas prekes arba paslaugas, nes pirmuoju atveju ignoruoja paklausą, bet tai nereiškia, kad ji klysta. Indėliai iš esmės skiriasi nuo kitų prekių: jų pasiūlai padidėjus, po kiek laiko dėl to padidėja ir jų paklausa. Taip yra todėl, kad, kaip vėliau pamatysime, padidėjus pinigų pasiūlai, didėja ir nominaliosios pajamos. Kuo didesnės nominaliosios pajamos, tuo didesnė nominaliųjų pinigų paklausa. Iš to išplaukia, kad kai bankai padidina indėlių pasiūlą, po kiek laiko padidėja ir indėlių paklausa. Taigi, jei indėlių pasiūlai didėjant, didėja ir jų paklausa, tai iš tiesų nereikia itin rūpintis jų paklausa.

Ir vis tiek pinigų pasiūlos teorija, palyginti su nedetalizuota „vadovėline" multiplikatoriaus koncepcija, yra kur kas ne taip jautri kritikai, reiškiamai jos adresu endogeninių pinigų koncepcijoje; mat joje pripažįstama, kad

nuotėkių koeficientus lemia ekonominės sąlygos. Imkime pavyzdį ir tarkime, kad pajamos padidėja. Dėl to padidėja palūkanų norma, o dėl šito keičiasi ir p, g bei t. Taigi pinigų pasiūlos teorija suteikia erdvės pasireikšti paklausos veiksniui, kurį iškelia endogeninių pinigų koncepcija, bet jo taip stipriai nepabrėžia, kaip daro endogeninių pinigų koncepcija. Iš esmės, pinigų pasiūlos teorija yra suprastintas endogeninių pinigų koncepcijos variantas, ir jis itin stipriai remiasi prielaida, kad nuotėkių koeficientai yra pakankamai pastovūs ir todėl galima išsiversti be viso to endogeninės pinigų koncepcijos painumo (beje, koncepcija iš tiesų labai paini). Jei faktiškai daugumą užfiksuotų pinigų kiekio pokyčių yra sukėlę bankų rezervų apimties pokyčiai, o ne pinigų multiplikatoriaus kitimas, tai tada palyginti paprastesnė pinigų multiplikatoriaus analizė, kurią mums teikia pinigų pasiūlos teorija, gali būti visai pakankama.

SANTRAUKA

1. Valiutą (banknotus ir pan.) kuria Graviravimo ir spausdinimo biuras. Bankai ją perka iš FRS ir paleidžia į apyvartą.
2. Kartotinį indėlių kūrimą geriausia suvokti įsigilinus į taisykles, kurios aiškina, kokiomis sąlygomis bankai gali daryti tam tikrus įrašus savo knygose. Kartotinis indėlių kūrimas galimas dėl to, kad kai viena indėlių įstaiga, suteikdama paskolą arba pirkdama vertybinius popierius, netenka dalies savo fondų, tą dalį gauna kita.
3. Paprasti kartotinio indėlių kūrimo pavyzdžiai rodo, kad prasidėjusioje indėlių kūrimo grandinėje kuriamų indėlių dydis vis mažėja. Panašiai kaip kartotinis indėlių didėjimas, vyksta ir kartotinis jų mažėjimas.
4. Kuriant indėlius, yra įvairių nuotėkių: privalomieji rezervai, pertekliniai rezervai, nuotėkis į pinigus, laikomus valiuta arba terminuotaisiais indėliais.
5. Indėlių (sandėrių sąskaitų) multiplikatoriumi galima nustatyti $P1$ multiplikatorių $(1 + g) / [rn + p + g + t(rn_t)]$. Dauginamasis yra $R + V$.
6. Pinigų pasiūlos teorija aiškina, kodėl įvairūs nuotėkiai, veikiami pinigų multiplikatoriaus, nėra pastovūs dydžiai ir kodėl pinigų multiplikatorius padidėja, kai ekonomika plėtojasi.
7. Endogeninių pinigų koncepcija teigia, kad tradicinis požiūris į pinigų multiplikatorių yra per daug mechaniškas, ir grindžia išvadą, kad reikia atsižvelgti į bankų pelną maksimizuojančią elgseną bei į indėlių paklausą.

PAGRINDINIAI TERMINAI

indėlių multiplikatorius	deposit multiplier
pinigų multiplikatorius	money multiplier
nuotėkiai	leakages
pinigų pasiūlos teorija	money supply theory
endogeninių pinigų koncepcija	endogenous-money view

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. 235–237 puslapiuose pateiktą pavyzdį panaudokite bankui G. Tarkime, kad bankas G gautus rezervus laiko nepanaudodamas jų naujoms paskoloms. Koks šiuo atveju bus indėlių multiplikatorius?
2. Kaip atrodys indėlių kūrimo pavyzdys, pateiktas 235–236 puslapiuose, jei visa iš banko B gauta paskolos suma vėl bus padėta indėliu į banką B?
3. Sudarykite indėlių kūrimo pavyzdį, naudodamiesi 50 procentų privalomųjų rezervų norma. Panaudokite jame keturis bankus.
4. Sudarykite indėlių mažėjimo pavyzdį, naudodamiesi 10 procentų rezervų norma. Panaudokite jame šešių bankų grandinę.
5. Kaip jūs atsakytumėte bankininkui, kuris tvirtintų, kad bankai negali kurti indėlių, kad jie gali vien skolinti juose kaip indėlius padėtus pinigus?
6. Pratęskite 237–239 puslapiuose pateiktą indėlių mažėjimo pavyzdį, nustatydami sąlygą, kad F turi perteklinių rezervų, todėl jam nėra reikalo imti paskolos. Koks bus indėlių multiplikatorius šiuo atveju?
7. Tarkime, jog kurios nors šalies ūkyje tėra vienas bankas, kurio privalomųjų rezervų norma lygi 20 procentų. Kiek pinigų gali skolinti toks bankas, jei kas nors padeda 1000 dol. valiutos į tą banką.
8. Kodėl pajamų ir turto pokyčiai veikia *p*, *g* ir *t*?
9. Paaiškinkite savais žodžiais endogeninių pinigų koncepciją. Kaip tradicinio požiūrio šalininkai galėtų atsakyti į jos argumentus?

LITERATŪRA

Karl Brunner. The Role of Money and Monetary Policy. — Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 50 (1968, liepa), p. 9–24. Griežta endogeninių pinigų koncepcijos kritika.

Albert E. Burger. Money Supply Process. Belmont, Calif., Wadsworth Publishing Co., 1971. 1–4 skyriuose pateiktas ypač išsamus ir detalus indėlių ir pinigų multiplikatorių aptarimas.

J. Cacy. Alternative Approaches to the Analysis of Financial Structure. — Monthly Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, 53 (1968, kovas). Gera endogeninių pinigų koncepcijos apžvalga.

Federal Reserve Bank of Chicago. Modern Money Mechanism: Workbook, Chicago, Federal Reserve Bank of Chicago, 1961, p. 1–14. Labai nuosekliai ir aiškiai apibūdintas indėlių kūrimas.

Boris Pesek. Monetary Theory in the Post-Robertsonian 'Alice in Wonderland' Era. — Journal of Economic Literature, 14 (1976, rugsėjis), p. 867 ir tol. p. Baigiamoji šio straipsnio dalis yra įtaigi ir provokuojanti tradicinių požiūrių į indėlių kūrimą kritika. Žr. tradicinių požiūrių šalininkų atsakymą diskusijoje Journal of Economic Literature, 15 (1977, rugsėjis), p. 909–927.

James Tobin. Commercial Banks as Creators of 'Money'. — Deane Carson (ed.). Banking and Monetary Studies, p. 408–419. Homewood, Ill., Richard D. Irwin, 1963. Griežta tradicinio indėlių kūrimo interpretavimo kritika.

12 SKYRIUS

Bankų rezervai ir jų matai

Ankstesniame skyriuje aptarėme, kaip indėlių įstaigos naudoja savo rezervus indėliams kurti. Šiame skyriuje pamatysime, iš kur tie rezervai atsiranda. Kiekviena indėlių įstaiga gali gauti rezervų, nukonkuruodama juos iš kitos įstaigos, sakysime, parduodama savo indėlių sertifikatus tos kitos įstaigos klientams. Bet, žinoma, visos įstaigos kartu šitaip gauti naujų rezervų negali. Rezervai gali atsirasti tik iš kur nors iš išorės, tai yra iš: 1) FRS, 2) Iždo, 3) šalies gyventojų ir 4) užsieniečių.

Rezervų kitimas nustatyta apskaitos forma pateikiamas kiekvieną penktadienį leidinyje „Wall Street Journal". 12.1 lentelėje pateikiamas suglaudintas pavyzdys. Pirmieji du tos lentelės punktai rodo rezervų pokyčius, kuriuos sukelia FRS. Likusieji, vadinamieji rinkos veiksniai, nėra FRS valdo-

12.1 lentelė. Rezervų pokyčio veiksniai. 1989 m. kovo 22–29 d.

	(pokytis mln. dolerių)
JAV vyriausybės, JAV vyriausybės žinybų vertybinių popierių bei vekselių pirkimas	+1583
Skolinimasis iš Federalinių rezervų	+594
Plaukiojantys rezervai[a]	+856
Kiti Federalinių rezervų aktyvai	+729
Aukso atsargos	+1
Specialiųjų skolinimosi teisių sertifikatai	+129
Išduota iždo valiuta	+10
Valiuta apyvartoje	+97
Iždo grynųjų pinigų atsargos	+5
Iždo, užsienio subjektų ir kiti indėliai Federaliniuose rezervuose	+1723
Kiti Federalinių rezervų pasyvai ir kapitalas	−30
Su paslaugomis susijusių likučių tikslinimas	−144
Kita	+33

[a] FRS atliekant kliringą, vienose sąskaitose jau debetuoti, o kitose dar nekredituoti rezervai. — Red. past.

Šaltinis: Federal Reserve Bulletin, 1989, birželis, p. A4.

mi. Tuos du pirmuosius veiksnius aptarsime šio skyriaus pagrindiniame tekste, o rinkos veiksnius — skyriaus priede. Šiame skyriuje apibūdinsime ir įvairius rezervų bei pinigų bazės įvertinimo būdus.

FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS VEIKSMAI IR REZERVAI

Pagrindinis būdas, kuriuo FRS keičia rezervus, yra atvirosios rinkos operacijos — FRS parduoda vertybinius popierius bankams arba visuomenei arba perka iš jų. Tarkime, kad FRS perka vertybinius popierius tiesiai iš banko. Ji moka už pirkinį, kredituodama to banko rezervų sąskaitą, ir banko rezervai automatiškai padidėja. To banko ir FRS T sąskaitos atrodys taip:

(1)

Bankas

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	+		
turimi vertybiniai popieriai	−		

Federalinis rezervų bankas

Aktyvai		Pasyvai	
turimi vertybiniai popieriai	+	indėliai	+

Dabar tarkime, kad FRS pirko vertybinių popierių ne iš banko, bet iš „General Motors" bendrovės. „General Motors" gauna čekį, kurį deponuoja savo banke, o bankas atlieka čekio kliringą, nusiųsdamas jį į FRS kredituoti. Banko T sąskaita bus tokia:

(2)

Bankas

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	+	indėliai	+

Abiem atvejais banko rezervų sąskaita padidėja. Vienintelis skirtumas yra tas, kad antruoju atveju indėliai iki pareikalavimo padidėja automatiškai, o pirmuoju atveju, kai FRS perka vertybinius popierius iš banko, indėliai padidėja tik tada, kai bankas panaudoja savo rezervus paskolai suteikti arba nusipirkti kitų vertybinių popierių. (FRS balansas abiem atvejais bus toks pat.) Ir atvirkščiai, kai FRS parduoda vertybinius popierius ne bankui, bankų rezervai sumažės, ir pirkėjo banko T sąskaita bus tokia:

(3)

Bankas

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	–	indėliai	–

Antrasis veiksnys, skolinimasis iš FRS, nusako paskolas, kurias indėlių įstaigos gali gauti iš Federalinių rezervų bankų. FRS teikia tokias paskolas, kredituodama įstaigos, kuri skolinasi, rezervų sąskaitą; šiuo atveju T sąskaitose bus tokie įrašai:

(4)

Bankas

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	+	skolinimasis iš FRS	+

Federalinis rezervų bankas

Aktyvai		Pasyvai	
paskolos bankams	+	indėliai	+

Kai bankas grąžina paskolą, FRS nurašo paskolos sumą iš to banko rezervų sąskaitos, todėl T sąskaitose visi tie įrašai bus su minuso ženklu, o buvusių rezervų nebeliks.

KAIP FRS KONTROLIUOJA REZERVUS

FRS, žinoma, pati kontroliuoja savo atvirosios rinkos operacijas. Ji gali daryti įtaką ir bankų skolinimuisi iš FRS, keisdama diskonto normą bei didindama spaudimą tiems bankams, kurie iš jos skolinasi. Dėl to kartais gali susidaryti įspūdis, kad FRS be vargo tvarko rezervus.

Tai klaidingas įspūdis. FRS nėra vienintelis subjektas, savo veiksmais galintis keisti bankų rezervus. Kaip aiškinama šio skyriaus priede, nepriklausomai nuo FRS veiksmų, rezervus gali keisti ir rinkos veiksniai. Todėl FRS, norėdama kontroliuoti rezervų mastus, turi numatyti tų kitų veiksnių poveikį rezervų dydžiui ir, jei reikia, kompensuoti tą poveikį atvirosios rinkos operacijoms.

Jei FRS galėtų tiksliai numatyti rinkos veiksnių poveikį, jie nesudarytų jokių sunkumų. Bet tai padaryti labai sunku. Todėl per trumpą laiką, sakysime, per savaitę, FRS gebėjimas kontroliuoti rezervus yra nedidelis. Tačiau per ilgesnį laikotarpį, tarkime, per metų ketvirtį, FRS jau gali deramai kontroliuoti rezervų didėjimo tempus; mat jos savaitinių prognozių paklaidos tada smarkiai susiprastina[1].

[1] Šiuo atveju vyksta panašus procesas, kaip papasakotasis 10 skyriuje apie pinigų kiekį. Savaitinės arba mėnesinės paklaidos, perskaičiuotos į metinių pokyčių dydžius, atrodo esančios labai didelės, net jeigu absoliučiais skaičiais jos būtų ir labai mažos.

REZERVŲ APSKAIČIAVIMO BŪDAI IR BAZĖ

Aptariant pinigų politiką rezervams apibūdinti, vartojamos kelios svarbios kategorijos: **bazė**, kartais dar vadinama *pinigų baze* arba *didelės galios pinigais*, **patikslintoji bazė, visuminiai rezervai, neskolintieji rezervai, pertekliniai rezervai** ir **laisvieji rezervai.**

Bazė. Šis plačiai vartojamas FRS politikos vertinimo matas apima indėlių įstaigų rezervus bei visuomenės laikomus grynuosius pinigus. Grynieji pinigai sudaro maždaug tris ketvirtadalius bazės.

Patikslintoji bazė. Nustatant, ar pinigų politika yra plėtros, ar ribojamoji, dėl bazės kartais galima apsirikti. Net jei bazė visiškai neišsiplėtė, pinigų politika gali būti plėtros, jei privalomųjų rezervų norma sumažinama ir dėl to padidėja multiplikatorius. Be to, vidutinė privalomųjų rezervų norma šiek tiek gali sumažėti net jei FRS nekeičia privalomųjų rezervų normų — kada indėliai perkeliami iš indėlių įstaigų su didele rezervų norma į tas, kuriose rezervų norma mažesnė. Todėl norint įvertinti pinigų politiką, reikia patikslinti bazę pagal vidutinę privalomųjų rezervų normą. Daroma šitaip. Sakysime, vidutinė privalomųjų rezervų norma sumažėjo ir išsilaisvino, tarkime, 10 mln. dolerių privalomųjų rezervų. Šituos 10 mln. dolerių pridedame prie bazės ir gauname patikslintosios bazės rodiklį.

Visuminiai rezervai. Tai privalomųjų ir perteklinių rezervų suma. Ji susideda iš rezervų FRS ir bankuose laikomų grynųjų pinigų atsargų.

Neskolintieji rezervai. Indėlių įstaigos nenori būti skolingos FRS. Tais atvejais, kai jos šito tikrai siekia, gautus papildomuosius rezervus jos pirmiausia panaudoja grąžinti tokioms skoloms, bet nenaudoja naujųjų rezervų paskoloms arba vertybiniams popieriams pirkti. Jei tokia nuomonė apie indėlių įstaigas yra pagrįsta — kol kas tai ginčytina, — indėlių kūrimas mažiau priklausys nuo visuminių rezervų arba bazės, o daugiau nuo neskolintųjų rezervų, kartais vadinamų nuosavaisiais rezervais. Norint nustatyti nuosavųjų rezervų dydį, pakanka iš visuminių rezervų atimti sumas, kurias indėlių įstaiga pasiskolino iš FRS[2].

Pertekliniai rezervai. Tai visuminiai rezervai, atėmus tuos rezervus, kuriuos indėlių įstaiga privalo laikyti savo indėliams.

Laisvieji rezervai. Tai suma, gaunama iš neskolintųjų rezervų atėmus tuos rezervus, kurie privalomi turimiems indėliams; šitaip nustatomi rezervai, kurie gali būti panaudoti indėliams didinti.

12.2 lentelėje pateikiami įvairūs rezervų ir bazės matai. Kuris iš jų

[2] Sezoninės skolos, lygiai kaip ir tęstinės skolos (abi rūšis aptarsime 21 skyriuje) neturi būti atimamos, nes jos nesąlygoja tokio didelio būtinumo kuo greičiau grąžinti skolą.

12.2 lentelė. Rezervų kategorijos

Matas	Apibrėžimas
Bazė, arba pinigų bazė, arba didelės galios pinigai	Indėlių įstaigų rezervai plius žmonių ir firmų laikoma valiuta
Patikslintoji, arba išplėstoji, bazė	Bazė, patikslinta atsižvelgiant į privalomųjų rezervų normų pokyčius
Rezervai	Indėlių įstaigų rezervai
Neskolintieji rezervai	Rezervai minus paskolos iš FRS
Pertekliniai rezervai	Visuminiai rezervai minus privalomieji rezervai
Laisvieji rezervai	Pertekliniai rezervai minus paskolos iš FRS[a]

[a] Į šias skolas neįeina sezoniniai bei tęstiniai kreditai.

geriausias, kai norima numatyti pinigų kiekio pokyčius? Tai tebėra neišspręstas klausimas. Patikslintoji bazė yra akivaizdžiai geresnis matas negu bazė, nes jos atžvilgiu naudojamas pinigų multiplikatorius turi vienu kintamuoju mažiau (jam apskaičiuoti nereikia privalomųjų rezervų normos pokyčių), taigi atkrinta viena galimybė klysti.

Bazės matas yra geresnis už bankų rezervų matą, nes jis apima ir visuomenės turimą valiutą, o bankų rezervai to nepaiso. Antra vertus, pasirinkus bazę, per daug reikšmės teikiama valiutos atsargoms pas gyventojus ir firmose, nes vienas jų turimas doleris laikomas ekvivalentišku bankų rezervų doleriui, nors pastarasis, kitaip negu grynųjų pinigų pavidalu egzistuojantis doleris, pavirsta keletu dolerių.

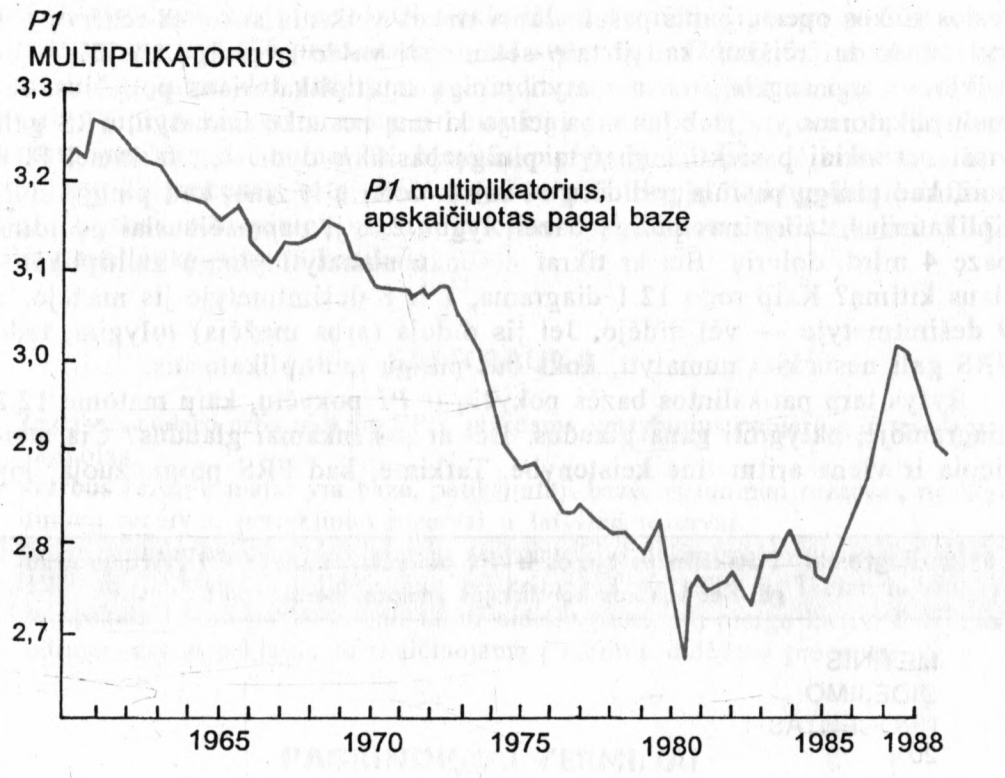
Neskolintieji rezervai ir neskolintoji bazė yra geresni matai už visuminius rezervus arba visuminę bazę, jeigu — bet tik su šia sąlyga! — indėlių įstaigos nėra linkusios didinti indėlių, naudodamosi rezervais, pasiskolintais iš FRS.

Pertekliniai rezervai ir laisvieji rezervai — tai kiek problemiški matai. Tarkime, duomenys rodo, kad pertekliniai rezervai padidėjo. Tai nebūtinai bus ženklas, kad padidės ir indėliai; gali būti, kad pertekliniai rezervai padidėjo tik dėl to, kad federalinių fondų palūkanų norma sumažėjo, bet diskonto norma — ne, ir todėl bankams yra naudingiau turėti daugiau perteklinių rezervų.

KAIP SVARBU SKIRTI ĮVAIRIUS REZERVŲ MATUS

Kodėl reikia gilintis į visus tuos skirtingus rezervų matus? Ar turi kokią reikšmę, kuriuo iš jų bus naudojamasi? Taip, turi. Tarkime, FRS matu pasirenka laisvuosius rezervus ir imasi pirkimų atvirojoje rinkoje, siekdama padidinti laisvuosius rezervus, sakysime, 10 mln. dolerių. Bet esamomis fe-

12.1 diagrama. Pinigų multiplikatorius. 1960–1988. *P1* multiplikatorius, apskaičiuotas pagal bazę, 7 ir 8 d-metyje mažėjo, o 9 d-mečio pradžioje, kada privalomieji rezervai buvo sumažinti — didėjo



Šaltinis: Citibase, 1989, kovas.

deralinių fondų palūkanų normos ir diskonto normos sąlygomis bankai nenori turėti daugiau laisvųjų rezervų. Todėl gavę papildomų rezervų, jie nieko nelaukdami teikia papildomas paskolas. Vadinasi, laisvųjų rezervų dydis lieka koks buvęs ir FRS vėl bando juos didinti. Ir vėl viskas pasikartos — bankai panaudos papildomuosius rezervus naujiems indėliams kurti, ir laisvųjų rezervų nepadaugės. FRS imsis naujos injekcijos. Taip gali trukti ilgą laiką, o kol taip bus, pinigų pasiūla didės pernelyg sparčiai. Kaip tik taip ir atsitiko 7 dešimtmetyje.

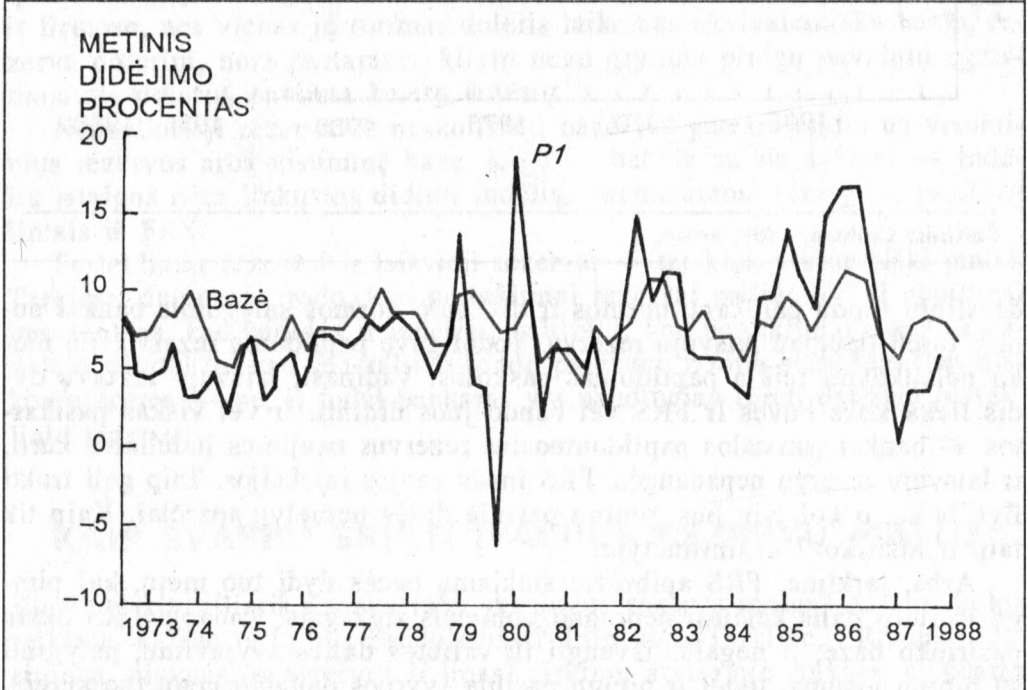
Arba, tarkime, FRS apibrėžia siekiamą bazės dydį tuo metu, kai pinigų valiutos dalis keičiasi neprognozuojamais zigzagais. Kadangi FRS tikslu pasirinko bazę, ji negalės išvengti tų valiutos dalies svyravimų, palyginti su pinigų visuma, todėl ir pinigų pasiūla svyruos daugiau negu tuo atveju, jei FRS reguliuojamu matu būtų pasirinkusi visuminius rezervus.

REZERVŲ BAZĖ, PINIGŲ MULTIPLIKATORIUS IR PINIGŲ KIEKIS

Tam tikrą laiką FRS gali pakankamai gerai kontroliuoti pinigų bazę, atvirosios rinkos operacijomis pašalindama rinkos veiksnių sukeltus rezervų pokyčius. Ar tai reiškia, kad ji taip sėkmingai valdo ir pinigų pasiūlą? Tai priklauso nuo sugebėjimo numatyti pinigų multiplikatoriaus pokyčius. Jei multiplikatorius yra stabilus arba jei jo kitimą nesunku numatyti, FRS gali visai nesunkiai pasiekti numatytą pinigų pasiūlos dydį. Jei, tarkime, FRS nori, kad pinigų pasiūla padidėtų 10 mlrd. dolerių ir žino, kad pinigų multiplikatorius, taikytinas pinigų bazei, lygus 2,5, ji paprasčiausiai padidins bazę 4 mlrd. dolerių. Bet ar tikrai nesunku numatyti pinigų multiplikatoriaus kitimą? Kaip rodo 12.1 diagrama, 7 ir 8 dešimtmetyje jis mažėjo, o 9 dešimtmetyje — vėl didėjo. Jei jis didėja (arba mažėja) tolygiai, tada FRS gali nesunkiai numatyti, koks bus pinigų multiplikatorius.

Ryšys tarp patikslintos bazės pokyčių ir *P1* pokyčių, kaip matome 12.2 diagramoje, palyginti gana glaudus. Bet ar pakankamai glaudus? Čia atsiliepia ir viena aritmetinė keistenybė. Tarkime, kad FRS prognozuoja, jog

12.2 diagrama. Patikslintos bazės ir *P1* pokyčiai. Bazė ir *P1* svyruoja drauge, bet visiškos koreliacijos anaiptol nėra



Šaltinis: Citibase, 1989, kovas.

ateinantį mėnesį pinigų multiplikatorius bus lygus 2,500, o faktiškai jis pasirodo esąs lygus 2,525. Tokia 1 procento dydžio paklaida gali atrodyti kaip pavydėtinai tiksli prognozė, bet jos visiškai pakanka, kad FRS sukeltų daug rūpesčių. Tokia paklaida reiškia, kad turimos bazės sąlygomis pinigų pasiūla yra 1 procentu didesnė negu numatė FRS. Tai daug rimtesnė bėda negu gali atrodyti. Sakysime, FRS siekia išlaikyti metinę pinigų pasiūlos didėjimo normą, lygią 6 procentams, o tai sudarytų maždaug 0,5 procento per mėnesį. Tuo tarpu dėl padarytos paklaidos, apskaičiuojant pinigų multiplikatorių, pinigų kiekis tą mėnesį nelauktai padidėja 1,5 procento, tai yra triskart sparčiau nei numatyta. Metinis pinigų kiekio padidėjimas šiuo atveju būtų 18 procentų, o tai reikštų, jei taip iš tikrųjų įvyktų, didelę infliaciją. Vadinasi, nors pinigų multiplikatorius apskaičiuotas gana tiksliai, FRS galėtų susilaukti rimtos kritikos.

SANTRAUKA

1. Rezervus sudaro arba naikina FRS, pirkdama vertybinius popierius ir teikdama paskolas.
2. Svarbūs rezervų matai yra bazė, patikslintoji bazė, visuminiai rezervai, neskolintieji rezervai, pertekliniai rezervai ir laisvieji rezervai.
3. Pinigų multiplikatorius mažėjo gana tolygiai iki 9 dešimtmečio vidurio. 1985 ir 1986 m. jis staigiai padidėjo, bet vėl krito 1987 ir 1988 m. Tačiau net maža jo apskaičiavimo paklaida gali turėti didelių pasekmių pinigų kiekio didėjimo normai, kai ta paklaida perskaičiuojama į metinio didėjimo procentą.

PAGRINDINIAI TERMINAI

bazė	base
patikslintoji bazė	adjusted base
rezervai	reserves
visuminiai rezervai	total reserves
neskolintieji rezervai	unborrowed reserves
pertekliniai rezervai	excess reserves
laisvieji rezervai	free reserves

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Aprašykite, kaip pardavimai atvirojoje rinkoje veikia bankų rezervus. Panaudokite T sąskaitas. Ar yra koks skirtumas, kai FRS parduoda vertybinius popierius ne bankams, o pavieniams žmonėms ir firmoms?
2. Aprašykite, kaip bankų paskolos iš FRS veikia rezervus.
3. Teiginys diskusijai: „FRS gali sėkmingai kontroliuoti pinigų pasiūlą per ilgą laikotarpį, bet negali to daryti per trumpą laikotarpį“.

4. Kuo skiriasi vienas nuo kito šie matai: bazė ir patikslintoji bazė; visuminiai rezervai ir bazė; visuminiai rezervai ir laisvieji rezervai.
5. Pažvelkite į duomenis leidinyje „Federal Reserve Bulletin", pagal kuriuos buvo apskaičiuojamas pinigų multiplikatorius keletą paskutiniųjų metų. Ar galėtumėte pasakyti, žiūrėdami į kiekvieną iš nurodytųjų nuotėkių, kodėl tas nuotėkis sukėlė kaip tik tokį pokytį?

LITERATŪRA

Albert Burger. The Money Supply Process. Belmont, Calif., Wadsworth Publishing Co., 1971. Itin nuodugni ir išsami pinigų kiekį lemiančių veiksnių apžvalga.

William Melton. Inside the Fed. Homewood, Ill., Dow Jones-Irwin, 1985, skyriai 7, 8. Puikiai aprašoma, kaip veikia FRS pinigų rinkoje.

Dorothy Nichols (Federal Reserve Bank of Chicago). Modern Money Mechanism. Chicago, Federal Reserve Bank of Chicago, 1971. Paprastas ir aiškus pasakojimas apie veiksnius, kurie keičia bankų rezervus, ir apie indėlių kūrimą.

PRIEDAS: RINKOS VEIKSNIAI, KEIČIANTYS REZERVUS

Pateiktajame skyriuje aptarėme du veiksnius, kurie sukelia rezervų pokyčius — atvirosios rinkos operacijas ir diskontavimą. Dabar pažvelgsime į kitus 12.1 lentelėje išvardytus veiksnius. Lentelės pradžioje nurodyti veiksniai, kurie, būdami su pliuso ženklu, didina rezervus.

REZERVUS DIDINANTYS VEIKSNIAI

Vienas iš tokių veiksnių yra svyruojantys rezervai. Šio veiksnio įtaka pasireiškia taip pat, kaip ir paskola iš FRS. Jei FRS suteiktų kreditą pagal čekį, atsiųstą jai kliringui, tiksliai tuo pačiu metu, kada jis debetuojamas išrašiusios įstaigos sąskaitoje, tada svyruojančių rezervų nebūtų. Tačiau FRS kredituoja deponuojančios įstaigos sąskaitą tik praėjus vienai arba dviem dienoms, nors dėl persiuntimo sutrikimų arba kitokių priežasčių kartais užtrunkama ilgiau, kol debetuojamas čekis jį išrašiusios įstaigos sąskaitoje. Dėl to viena rezervų sąskaita būna jau kredituo-

ta to čekio suma, o kita sąskaita lieka dar nedebetuota, ir visuminiai rezervai kurį laiką būna didesni. Čekį gavusios įstaigos T sąskaita ir įstaigos, kurios vardu buvo čekis išrašytas, T sąskaita atrodys taip:

(1)

Bankas čekio gavėjas

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	+	indėliai iki pareikalavimo	+

Čekį išrašęs bankas

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS nepakito		indėliai iki pareikalavimo nepakito	

Abiejų bankų kartu rezervai laikinai padidėjo. Kada pagaliau čekis debetuojamas jį išrašiusio banko sąskaitoje, debetuojama ir jo rezervų sąskaita, ir tada tų svyruojančių rezervų sukeltas laikinas rezervų ir indėlių padidėjimas išnyksta.

Kitas veiksnys, didinantis bankų rezervus, yra kitų FRS aktyvų didėjimas. Ar FRS perka sąvaržėles miesto parduotuvėje, ar užsienio valiutą iš kitos šalies centrinio banko, ji visada išrašo čekį savo vardu. Kada čekis yra deponuojamas ir atliekamas jo kliringas, FRS kredituoja jį gavusios įstaigos rezervų sąskaitą. Taip atrodo T sąskaitos, kai pardavėjas deponuoja FRS čekį ir atliekamas jo kliringas.

(2)

Taupymo ir paskolų asociacija

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	+	indėliai	+

Federalinis rezervų bankas

Aktyvai		Pasyvai	
sąvaržėlės	+	indėliai	+

Bankų rezervus keičia ir įvairios JAV iždo operacijos. Pirmiausia tai pasakytina apie JAV aukso atsargų pokyčius. Jei Iždas parduoda auksą, apmokėdamas jis čekio suma debetuoja įstaigos, kurios vardu tas čekis išrašytas, rezervų sąskaitą.

Dar vieną rezervų veiksnį — specialiųjų skolinimosi teisių sertifikatą — aptarsime vėliau (žr. 4 išnašą), o dabar pažvelkime į apyvartoje esančią iždo valiutą. Kadangi indėlių įstaigų laikoma valiuta yra dalis rezervų, papildomai paleista į apyvartą iždo valiuta, kuri galų gale atsiranda indėlių įstaigose, suprantama, padidina jų rezervus. Tačiau ką galima pasakyti apie iždo valiutą, kurią turi su savimi gyventojai? Į šią iždo valiutos dalį atsižvelgsime tuo, kad žmonių ir firmų turimą valiutą, kaip rezervų mažinimo veiksnį, atimsime iš bendrosios rezervų sumos[3].

[3] O kaip su Federalinių rezervų apyvartoje esančia valiuta? Į jos apimties kitimą jau atsižvelgiama, kai įvertinami veiksniai, keičiantys FRS buhalterinį balansą, pavyzdžiui, paskolos. Iš FRS gaunamos paskolos suma gali būti suteikta kredito įrašu ją gaunančio banko rezervų sąskaitoje FRS arba, banko pageidavimu, nugabenant Federalinių rezervų valiutą į tą banką.

REZERVUS MAŽINANTYS VEIKSNIAI

Bankų rezervai mažėja, kai padidėja kai kurie pinigų kiekio elementai. Vienas iš tokių elementų yra valiuta, esanti apyvartoje, kitaip tariant, žmonių ir firmų turimi grynieji pinigai. Akivaizdu, kad jei kas nors išsiima 1000 dol. iš indėlių įstaigos, tai banko grynųjų pinigų atsargos, taigi ir rezervai, sumažėja 1000 dol. Lygiai taip pat bus ir su kitu elementu — Iždo laikoma grynųjų pinigų atsarga. Jei Iždas laiko daugiau valiutos, o visuomenės laikomas valiutos kiekis nekinta, tai indėlių įstaigoms teks laikyti mažiau valiutos, vadinasi, ir mažiau rezervų. (Jei Iždo laikomos valiutos atsarga padidėja dėl to, kad mažiau valiutos ima laikyti su savimi žmonės ir firmos, tada vieno rezervus mažinančio veiksnio — Iždo laikomų grynųjų pinigų — padidėjimą visiškai kompensuoja kito rezervus mažinančio veiksnio — žmonių ir firmų laikomos valiutos — sumažėjimas.)

Pirmiausia Iždas padeda surinktus mokesčius bei pajamas iš savo vertybinių popierių pardavimo į indėlių įstaigas. Bet kadangi jis pats išsirašo čekius savo sąskaitai FRS, tai jam nuolat tenka pervesti lėšas iš savo sąskaitų indėlių įstaigose į sąskaitą FRS. Tuo atveju FRS kredituoja Iždo sąskaitą ir debetuoja indėlių įstaigų sąskaitas[4].

T sąskaitos tada yra tokios:

(3)

Indėlių įstaigos

Aktyvai		Pasyvai	
rezervai FRS	–	JAV iždo indėliai iki pareikalavimo	

Federalinis rezervų bankas

Aktyvai		Pasyvai	
		banko FRS nario indėliai	–
		JAV iždo indėliai	+

Federaliniuose rezervuose turi savo sąskaitas ir kai kurios užsienio šalių vyriausybės. Kai jos perveda lėšas iš indėlių bankuose į FRS, bankų rezervai sumažėja taip pat, kaip ir JAV iždui pervedant savo indėlius į FRS. Tas pats vyksta ir tada, kada kai kurios kitos įstaigos, laikančios indėlius FRS, pavyzdžiui, Jungtinės Tautos arba FIDK, padidina savo indėlius FRS.

Dar vienas elementas yra „kiti Federalinių rezervų pasyvai ir kapitalas“. Tarkime, kad bankas naujas FRS narys perka pajų FRS, šitaip padidindamas FRS kapitalą. Jis apmoka už tą pajų FRS debetuodamas jo rezervų sąskaitą, ir visuminiai

[4] Dabar yra proga grįžti prie SST sertifikatų. SST — tai specialiosios skolinimosi teisės, Tarptautinio valiutos fondo (TVF) sukurta tarptautinių rezervų forma. Kai TVF paskirsto papildomus sertifikatus, Iždas, kuris tvarko vyriausybės buhalterinius įrašus, tų SST dolerinį ekvivalentą prideda prie savo sąskaitos FRS. Todėl kartkarčiais Iždo indėliai FRS padidėja, kartu nesumažėjant bankų rezervams. Norėdami laikytis nuostatos, kad visus Iždo indėlių FRS padidėjimus laikome sukeliančiais atitinkamus bankų rezervų sumažėjimus, turime SST prieaugį pridėti ir prie bankų rezervų, laikydami juos veiksniu, didinančiu bankų rezervus.

bankų rezervai sumažėja. Kad buhalteriniai įrašai liktų subalansuoti, ir yra daromas „kitų Federalinių rezervų pasyvų" įrašas. Aukščiau bet kokį FRS aktyvų padidėjimą mes laikėme esant bankų rezervų padidėjimu, nes FRS moka už tuos aktyvus. Bet jeigu tie aktyvai nėra apmokami ir padidėja FRS pasyvai, tai bankų rezervai nepadidėja. Todėl ir kompensuojame tą FRS pasyvų padidėjimą, atimdami jį iš FRS pasyvų.

Priešpaskutinis elementas, „su paslaugomis susijusių likučių patikslinimas", apima ne rezervus, o kitus likučius, kuriuos tam tikros institucijos laiko FRS. Paskutinis elcmentas, „kita", yra įvairių smulkmenų kategorija.

PRIEDO KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Turėdami žemiau pateiktus duomenis, apskaičiuokite bankų rezervų pokyčius:

	Pokyčiai
1) FRS pirkti vertybiniai popieriai (įskaitant perpirkimo susitarimus)	10
2) Aukso atsargos	−10
3) Apyvartoje esanti valiuta	15
4) FRS pirkti vekseliai	−3
5) Iždo valiuta	10
6) Svyruojantys rezervai	−3
7) Kiti FRS pasyvai ir kapitalas	1
8) Kiti indėliai FRS	−1
9) Kiti FRS aktyvai	5
10) Užsienio indėliai FRS	5
11) FRS paskolos	20
12) Iždo indėliai FRS	−5
13) Grynieji pinigai Ižde	−5

2. Imkite aukščiau pateiktus duomenis ir a) išbraukite skaičius apie FRS pirktus vertybinius popierius bei b) pridėkite tokius duomenis:

14) Banko FRS nario indėliai FRS	−3
15) Bankų laikoma valiuta	−2
16) Žmonių ir firmų laikoma valiuta	5

Apskaičiuokite, kiek vertybinių popierių pirko FRS.

3. Imkite kiekvieną iš 1 klausime išvardytų elementų ir savais žodžiais paaiškinkite, kokį poveikį kiekvienas iš jų daro bankų rezervams. Nepasitenkinkite vien teigimu, kad konkretus elementas didina arba mažina rezervus, bet ir paaiškinkite, kodėl taip atsitinka.
4. Įvertinkite tokius teiginius:
   a) Kai Iždas perka auksą, pinigų kiekis padidėja, nes šalyje padaugėja aukso.
   b) Svyruojančių rezervų didėjimas didina pinigų kiekį, nes tokiu atveju daugėja čekių, esančių kliringo fazėje, o tai, savo ruožtu, reiškia, kad žmonės gauna daugiau pinigų. Tai padidina pinigų kiekį.
   c) Apyvartoje esančios valiutos didėjimas didina bankų rezervus, nes dalis tos valiutos bus deponuota bankuose.
   d) Kai FRS paskolos didėja, bankų rezervai mažėja, nes didėjant bankų pasyvams jų ryšiuose su FRS, pastarosios paskolų didėjimas mažina grynuosius aktyvus bankų sąskaitose FRS.

III

DALIS

PINIGAI, NACIONALINĖS PAJAMOS IR KAINŲ LYGIS

13
SKYRIUS

Visuminės paklausos veiksniai

Dabar pažvelgsime į teorijas, kurios aiškina realiųjų pajamų ir infliacijos tempų kaitaliojimąsi. Atidžiau pažiūrėsime į dvi konkuruojančias ir plačiai komentuojamas koncepcijas. Viena iš jų — tai **keinsistinė** koncepcija, išrutuliota didžiojo anglų ekonomisto Džono Meinardo Keinso (John Maynard Keynes) ir jo šalininkų. Kita — **monetaristinė** koncepcija, siejama su Nobelio premijos laureato Miltono Frydmeno (Milton Friedman; anksčiau dirbo Čikagos universitete, dabar dirba Huverio institute), velionio Karlo Brunerio (Karl Brunner; Ročesterio universitetas) ir Alano Melcerio (Allan Meltzer; Karnegio–Melono universitetas) darbais. Monetaristai, arba **kiekybinės teorijos** šalininkai, visuminę paklausą sieja su pinigų kiekiu, kuris reikalingas prekėms ir paslaugoms pirkti, o keinsistai, arba **pajamų ir išlaidų teorijos** šalininkai, labiausiai domisi motyvais, kuriais vadovaudamiesi žmonės nusprendžia leisti pinigus vartojimo prekėms arba investicijoms.

KĄ NAGRINĖSIME III DALYJE?

Ankstesnieji skyriai buvo iš esmės aprašomojo pobūdžio. Nors apie tai, kaip mūsų finansų sistema turi būti tvarkoma, nemažai tebesiginčijama, patys ją apibūdinantys faktai yra tokie akivaizdūs, jog dėl jų nesutarimų beveik nekyla. Kai sakoma, kad bankai siūlo perleidžiamojo pavedimo (PP) sąskaitas, niekas nesiginčys. Bet pačios makroekonomikos teorijos klausimais ginčų apstu. Čia, knygos III dalyje, pasistengsime pirmiausia apibūdinti tas plačias sritis, dėl kurių interpretavimo sutariama, o kartu aiškinsimės, kaip ir kodėl kai kuriais kitais klausimais ekonomistų nuomonės nesutampa.

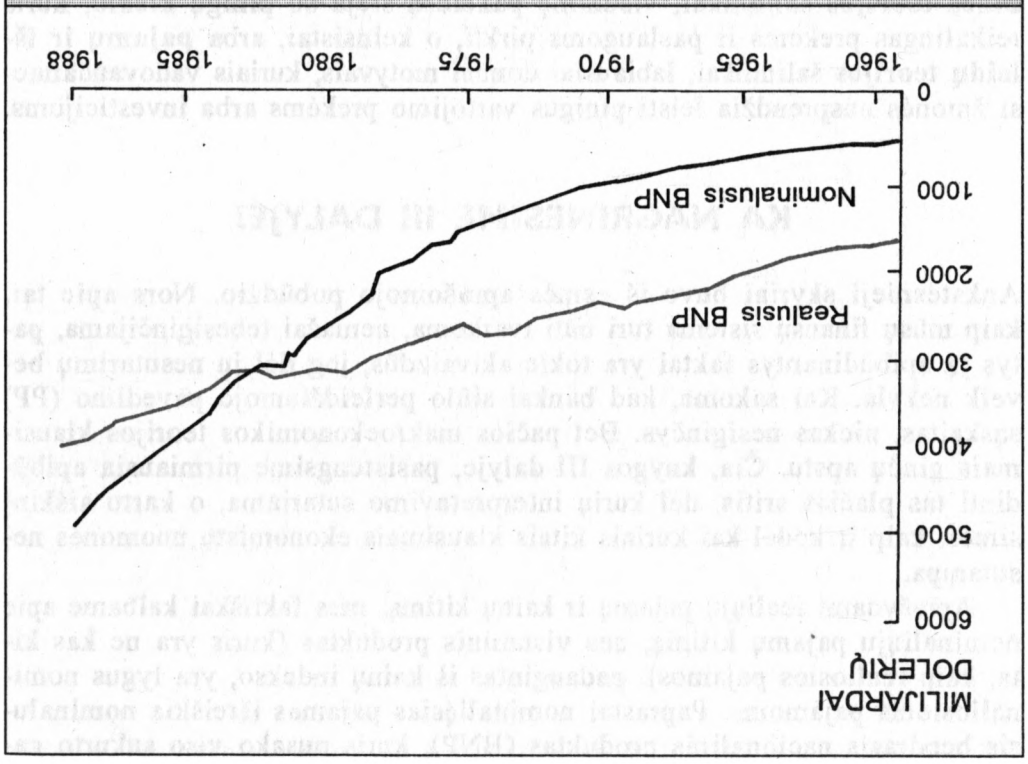
Aprašydami realiųjų pajamų ir kainų kitimą, mes faktiškai kalbame apie nominaliųjų pajamų kitimą, nes visuminis produktas (kuris yra ne kas kita, kaip realiosios pajamos), padaugintas iš kainų indekso, yra lygus nominaliosioms pajamoms. Paprastai nominaliąsias pajamas išreiškia nominalusis bendrasis nacionalinis produktas (BNP), kuris nusako viso sukurto ga-

lutinio produkto piniginę vertę neatskaičius pinigų nuvertėjimo. Kaip matyti iš 13.1 diagramos, tiek nominalusis BNP, tiek realusis BNP gerokai svyruoja. Dauguma ekonomistų to svyravimo priežastimi laiko ne gamybos pajėgumų, bet pirmiausia prekių ir paslaugų paklausos kitimą, tai yra visuminės paklausos kitimą. Kas gi sukelia tuos visuminės paklausos pokyčius?

Norėdami atsakyti į klausimą, turėsime persikelti į tas sritis, kurias aiškina makroekonomikos kursai; bet mes daugiausia domėsimės, kaip visuminės paklausos formavimąsi veikia pinigai. Šį skyrių pradėsime nuo kiekybinės pinigų teorijos ir kartu nuo kintamųjų, kuriuos pabrėžia keinsistinė pajamų ir išlaidų teorija. Paskui labiau įsigilinsime į pajamų ir išlaidų teoriją, tolesniuose skyriuose aiškinsimės, kaip ji dėsto palūkanų normą, kodėl ji pabrėžia pinigų paklausos pokyčius ir kokiai ūkio politikai teikia pirmenybę. 17 skyriuje detaliau panagrinėsime svarbiausius nedarbo ir infliacijos klausimus. Po to jau bus pats laikas grįžti prie kiekybinės pinigų teorijos; taigi šis skyrius bus skirtas monetarizmui.

Tos dvi teorijos, kurias aptarinėsime šiuose skyriuose, yra jau tradicinės, bet ne vien su jomis verta susipažinti. Vadinamieji naujieji klasikiniai

13.1 diagrama. Nominalusis ir realusis BNP. 1959–1988. Tiek nominalusis, tiek realusis BNP gerokai svyravo; nominalusis BNP dėl infliacijos padidėjo daug daugiau



ekonomistai pasitelkė kiekybinę pinigų teoriją ir susiejo ją su prielaida, kad kainos labai sparčiai pasiekia pusiausvyros lygį. Ši teorija bei kraštutinis Keinso teorijos variantas, vadinamoji postkeinsistinė ekonomikos teorija, aprašoma paskutiniame šios dalies skyriuje.

Pradedant labiau gilintis į bet kurią iš tų teorijų, reikia turėti galvoje vieną dalyką — nepainioti ekonomikos analizės su politika. Kai kurie konservatoriai parausta vien paminėjus Keinso vardą. Ar Keinso teorijos pripažinimas nereikalauja, kad tas asmuo pripažintų ir reikšmingą vyriausybės vaidmenį tvarkant ekonomiką? Ne, nereikalauja. Keinso teorijos esmė yra visuminės paklausos analizė pagal komponentus, siejant vartojimą su pajamomis, investicijas — su vartotojų paklausa ir palūkanų norma. Keinsistai, apskritai paėmus, iš tokios analizės daro išvadą, kad stabilumas ekonomikai nebūdinga. Tačiau galima sutikti su keinsistų analizės metodu ir visai nebūtinai priimti išvadą, jog ekonomika yra nestabili. Maža to, net sutikimas, kad ekonomika negali būti stabili, nereiškia, kad automatiškai pripažįstamas stabilizuojamosios politikos būtinumas. Ekonomika iš esmės gali būti nestabili, bet, kaip išsiaiškinsime 24 skyriuje, vyriausybės įsikišimas gali greičiau paaštrinti, o ne sušvelninti tą jos nestabilumą.

Vertinant kiekybinę pinigų teoriją, nei palankiai, nei priešiškai nieko neturėtų nuteikti ir tai, kad kiekybinė teorija siejama su Miltonu Frydmenu, kuris gerai žinomas kaip karštas laisvųjų rinkų šalininkas ir ekonomiškai aktyvios vyriausybės kritikas. Žmogus gali sutikti su ta teorija ir kartu būti socialistas; tarkime, jam ne prie širdies konkurencija, ir jis nori didesnės pajamų lygybės. Kitas, būdamas didelio vyriausybės ekonominio kišimosi priešininkas, gali atmesti kiekybinę teoriją, sakysime, dėl to, kad, jo nuomone, pinigų apyvartos greitis yra labai nepastovus.

KIEKYBINĖS TEORIJOS LYGTYS

Monetaristinis požiūris yra grindžiamas kiekybine pinigų teorija, kuri teigia, kad nominaliųjų pinigų kiekis lemia nominaliųjų pajamų lygį. Sakysime, jūs norite apibūdinti ryšį tarp nominaliųjų pajamų (*YK*; realiosios pajamos, padaugintos iš kainų) ir pinigų kiekio (*P*). Paprasčiausia, nors labai netikslu bus tarti, kad tai tas pats, ir parašyti $P = YK$. Tai paprasčiausia ir klaidinga. Juk užmokėjus už prekes arba paslaugas banknotais arba einamojoje sąskaitoje turimais indėliais, tie pinigai nenustoja egzistavę. Gavęs prekių pardavėjas vėl išleis juos, taigi tie pinigai taps pajamomis antrą, po to — trečią kartą ir t. t. Tą procesą gerai apibūdina pasakojimas apie du krūminės gamintojus, Džimą ir Tomą, keliaujančius į miestą parduoti butelio krūminės už 10 dolerių. Kelias buvo ilgas, dulkėtas, ir pagaliau Džimas sako Tomui: „Ištroškau, noriu gerti, še tau dolerį už tavo dalį“. Po valandėlės ir Tomas ištroško, patraukė gurkšnį ir sumokėjo tuo pačiu doleriu Džimui. Tada antrąkart gurkštelėjo Džimas, perleisdamas dolerį Tomui. Kai

jie atvyko į miestą, butelis buvo tuščias, ir viskas, ką už jį buvo gavę, buvo tas vienas doleris, o visai ne 10, kurių krūminė buvo verta.

Vadinasi, beprasmę lygtį $P = YK$ reikia pakeisti į $PA = YK$, pridedant narį A, reiškiantį apyvartos greitį (kartais vadinamą pajamų apyvartos greičiu). Ši kategorija nusako, kiek kartų per tam tikrą laiką (tarkime, per metus) piniginis vienetas tampa kieno nors pajamomis[1]. A nusako ne kiek kartų per metus piniginis vienetas buvo išleistas, bet kiek kartų per metus jis tapo kieno nors pajamomis. Tarkime, pavyzdžiui, kad kas nors perka fotografijos aparatą ir išleidžia 100 dolerių. Parduotuvės pajamos bus ne visi 100 dolerių, bet tik aparato kainos antkainis, sakysime, 30 dolerių. (Likusieji 70 dolerių tereiškia parduotuvės aktyvų formos pasikeitimą — fotografijos aparatas virto pinigais.) Anksčiau ar vėliau atsitiks du dalykai. Pirma, parduotuvės savininkas išleis dalį tų gautųjų 30 dolerių pajamų, ir šitaip dar kas nors kitas gaus savo antkainio dydžio pajamas. Antra, parduotuvė parsisiųsdins kitą fotografijos aparatą, ir tų aparatų gamintojo pajamos taip pat padidės gautų įplaukų dalimi, kuri liks jam, apmokėjus už medžiagas ir darbą, gaminant antrąjį fotografijos aparatą. Dėl to padidės ir medžiagų gamintojų bei darbuotojų pajamos. Dabartiniu metu pinigų *(P1)* doleris tampa pajamomis maždaug 6 kartus per metus. Bet tai nėra koks sustingęs skaičius — 1960 m. A buvo lygus maždaug 5.

Kembridžo lygtis

Alternatyvi aptartosios lygties forma yra Kembridžo lygtis, taip pavadinta Kembridžo universiteto garbei; mat ten ją sudarė Alfredas Maršalas (Alfred Marshall) ir A. S. Pigu (A. C. Pigou). Ji rašoma kaip $P = kYK$; čia k yra metų (arba kito laikotarpio) nominaliųjų pajamų dalis, kurią žmonės laiko pinigų pavidalu. Pavyzdžiui, jei žmonės vidutiniškai laiko pinigų kiekį, lygų vieno mėnesio pajamoms, tai $k = 1/12$.

Kadangi $PA = YK$, o $P = kYK$, tai k turi būti lygi $1/A$. Kitaip tariant, jei žmonės pinigais laiko vieno mėnesio pajamas, ir tada $k = 1/12$, tai vienas piniginis vienetas vidutiniškai per metus dvylika kartų taps kieno nors pajamomis.

Nors abi lygtys kalba apie tą patį, Kembridžo lygtis yra suprantamesnė. Kai kalbama apie pinigų apyvartos greitį, gali suvokti tą greitį kaip kokį mechaninį reiškinį; greitis lygus, tarkime, 6, ir tai atrodo lyg kas būtų primesta iš išorės. Ir atvirkščiai, kai kalbame apie koeficientą k, tai yra apie pajamų dalį, kurią žmonės nori laikyti pinigų pavidalu, tai natūralu manyti, jog tai yra žmonių apgalvoto pasirinkimo pasekmė. Vadinasi, šiuo

[1]Apyvartos greitis, reiškiamas apyvartos skaičiumi per metus, yra srauto kintamasis, todėl juo naudojantis galima sankaupos kintamąjį, pinigų kiekį, lyginti su srauto kintamuoju, pajamomis.

atveju traktuosime tą koeficientą kaip valdomą tų pačių veiksnių, kurie lemia bet kurių kitų ilgo naudojimo prekių įsigijimo mastus. Tačiau darbuose pinigų teorijos klausimais naudojamasi tiek pinigų apyvartos greičio formule, tiek Kembridžo lygtimi, dažnai net pakaitomis, todėl verta susipažinti su abiem.

Sandėrių variantas

Ankstesnysis Kembridžo lygties variantas vadinamas **Fišerio lygtimi**; mat svarbiausias jos įdiegėjas buvo Ervingas Fišeris (Irving Fisher; 1867–1947). Ji užrašoma kaip $PA^1 = KS$; čia P yra, kaip visada, pinigai, S — visi sandėriai, daromi pinigais, o K yra visų S sandėrių vidutinė kaina. A^1 šioje lygtyje vadinama **sandėrių apyvartos greičiu** ir nusako, kiek kartų piniginis vienetas tampa kieno nors įplaukomis, net jei netampa to subjekto pajamomis. Tai reiškia, kad S apima ne tik tuos produktus, kurie patenka į BNP, bet ir tarpinius produktus bei perparduodamų prekių pirkimą (tokių, pavyzdžiui, kaip jau apyvartoje esančios akcijos ir obligacijos) ir gamybos veiksnių paslaugas (pavyzdžiui, darbo užmokestį ir pan.). Į S įeina net finansiniai sandėriai — pavyzdžiui, lėšų pervedimas iš čekinių sąskaitų į pinigų rinkos fondus. Sandėrių apyvartos greitis yra daug didesnis negu pajamų apyvartos greitis.

Dėl dviejų priežasčių sandėrių apyvartos greičio rodiklis A^1 vartojamas kur kas rečiau nei pajamų apyvartos greičio rodiklis. Pirma, jei norime prognozuoti nominalųjį BNP, tai numatyti visus sandėrius nelabai ir reikia. Pavyzdžiui, vargu ar teigtume, kad ekonomikos kilimas yra patenkinamas, jei produkcijos gamyba sumažėjo 10 procentų, o apyvarta fondų biržoje padidėjo tiek, kad kompensavo tą sumažėjimą daugiau nei 2 procentais.

Antra, susiduriame ir su statistine problema. Nesunkiai galime apskaičiuoti pajamų apyvartos greitį, naudodamiesi formule $A = YK/P$; čia YK — kiekybine išraiška yra BNP dydis, o P išraiška — PI rodiklis. Sandėrių lygtimi pasinaudoti daug kebliau. Tikslių duomenų apie visuminį sandėrių skaičių nėra. Apie indėlių apyvartą turime gana tikslius duomenis, o apie kitos pinigų kiekio sudėtinės dalies, grynųjų pinigų, apyvartą galime tik spėlioti. Taigi toliau vartodami apyvartos greičio sąvoką, visada turėsime galvoje pajamų apyvartos greitį.

Visos tos lygtys faktiškai yra tapatybės, tai yra tautologijos, dar kitaip tariant, teiginiai, įrodomi pačiu tuo teiginiu. Kaip ir bet kokie tautologiniai apibūdinimai, patys jie negali paaiškinti realaus pasaulio. Kad teiginiai būtų empiriniai, tai yra apibūdinantys realųjį pasaulį, juos reikia papildyti atitinkamomis prielaidomis. Taigi pajamų apyvartos greičio lygtis yra itin naudinga, jeigu pats pajamų apyvartos greitis nekinta arba jį įmanoma numatyti. Kiekybinė pinigų teorija kaip tik ir remiasi tokia prielaida — jei žinome, kokia yra pinigų pasiūla, galime numatyti, kokio dydžio bus pajamos.

KIEKYBINĖ PINIGŲ TEORIJA. APŽVALGA

Ir žmonės, ir firmos turi savo nuomonę apie tai, kokia turi būti optimali jų pajamų dalies, laikomos pinigų pavidalu, vertė, arba, kalbant ekonomikos terminais, koks yra jų Kembridžo lygties koeficientas *k*. Jie nuolatos tikslina savo turimų lėšų paskirstymą, siekdami optimalaus dydžio. Jie mažina savo grynąsias išlaidas, kai nori padidinti turimas pinigines lėšas, ir didina išlaidas prekėms, paslaugoms ir pan., kai jų piniginių lėšų sumos jiems yra per didelės. Vadinasi, visuminė paklausa, taigi ir pajamos, priklauso nuo sąveikos tarp pinigų pasiūlos ir paklausos. Norėdami apibūdinti šį procesą, pirmiausia tarsime, kad pinigų paklausa nepriklauso nuo palūkanų normos; vėliau šią prielaidą atmesime.

Tarkime, kad FRS pateikia bankams daugiau rezervų, ir šie papildomai suteikia paskolų arba perka vertybinių popierių. Vadinasi, indėliai padidėja. Kadangi šiais indėliais naudojasi tie, kas pardavė vertybinius popierius arba gavo paskolas, dalis firmų ir asmenų dabar nusprendžia, jog jie turi daugiau pinigų, nei norėtų. Taip nusprendę, jie padidina išlaidas prekėms, paslaugoms arba vertybiniams popieriams pirkti. Jų turimos piniginės lėšos sumažėja, bet tuo pačiu metu dėl to padidėja asmenų ir firmų, iš kurių tos prekės buvo pirktos, pinigų likučiai. Dabar jau pardavėjai turi daugiau pinigų nei, jų manymu, reikėtų laikyti, taigi jie didina savo išlaidas. Papildomai atsiradę pinigai mėtomi it ta patarlės karšta bulvė.

Išleidžiant papildomai atsiradusius pinigus, padidėja pajamos. Toji pinigų dalis, kuri išleidžiama už prekes ir paslaugas, tiesiogiai padidina pajamas, o išlaidos vertybiniams popieriams pirkti didina jas ne tiesiogiai, o dėl palūkanų normos sumažėjimo; tai savo ruožtu skatina asmenis bei firmas išleisti daugiau pinigų.

Kiek padidės pajamos? Aptarkime tris skirtingus atvejus. Pirma, tarkime, kad yra visiškas užimtumas, ir realiosios pajamos nekinta, o padidėjusios išlaidos padidina vien tik kainas. Padidėjusios kainos sumažina realiąsias pinigines lėšas. Šis kainų didėjimo ir realiųjų piniginių lėšų mažėjimo procesas truks tol, kol realiosios pinigų sumos sugrįš į pradinį lygį, nes nominaliųjų pinigų pasiūla ir kainos padidėjo proporcingai. Tik tada žmonės nebelaikys daugiau realiųjų pinigų, negu nori laikyti ir, vadinasi, sugrįš pusiausvyra.

Taigi šiuo atveju, kada visi pokyčiai susitelkia vien į kainas, realiąją pinigų pasiūlą lemia žmonės ir firmos, nors kaip tik Federaliniai rezervai apibrėžia nominaliąją pinigų pasiūlą. Kaip tik kintantis kainų lygis sulygina FRS nustatytą nominaliųjų pinigų pasiūlą su visuomenės nulemta realiųjų pinigų pasiūla. Iš to išplaukia, kad kainų lygio pokyčius galima paaiškinti nominaliojo pinigų kiekio, kurio pasiūlą nustatė FRS ir bankai, pokyčiais bei realiojo pinigų kiekio paklausos, kurią lemia žmonės ir firmos, pokyčiais.

Antruoju atveju imkime kitą kraštutinumą: yra didelis darbo ir gamybinių pajėgumų pasiūlos perviršis, todėl padidėjusios išlaidos lemia ne kainų, bet produkcijos gamybos padidėjimą. Didėjant gamybai bei realiosioms pajamoms, didėja ir pinigų paklausa; jeigu realiosios pajamos padidės tiek, kad tai paskatins visuomenę laikyti daugiau pinigų, ūkis vėl sugrįš į pusiausvyrą. Kiek turėtų padidėti realiosios pajamos, kad būtų atkurta pusiausvyra, priklausys nuo dviejų veiksnių: kiek padidėjo pinigų pasiūla ir koks yra realiųjų pajamų lankstumas pinigų paklausos atžvilgiu. Tarkime, kad pinigų pasiūla padidėjo 10 procentų, o realiųjų pajamų lankstumas pinigų paklausos atžvilgiu yra 0,9. Tada realiosios pajamos turėtų padidėti 11 procentų (10:9), kad visuomenė panorėtų laikyti visus papildomai atsiradusius pinigus.

Trečias atvejis yra tarpinis ir artimesnis padėčiai, susiklostančiai per trumpą laiką. Padidėjus išlaidoms, padidėja ir kainos, ir gamyba. Dėl to padidėja realiųjų pinigų lėšų paklausa, nes padidėja realiosios pajamos, ir sumažėja realiųjų pinigų pasiūla; mat kainų lygis pakyla, o tai sustabdo nominaliųjų pajamų didėjimą.

Ligi šiol laikėmės prielaidos, kad žmonės nori turėti tiek pat piniginių lėšų, kad ir kokia būtų palūkanų norma, nors palūkanomis galėtų gauti papildomų pajamų, pinigus investavę į vertybinius popierius. Tai, žinoma, nereali prielaida. Kai palūkanų norma padidėja, žmonės nori dalį savo piniginių lėšų pakeisti vertybiniais popieriais ir gauti pajamų iš padidėjusios palūkanų normos. Kalbant Kembridžo lygties terminais, koeficientas *k* sumažės, taigi nepriklausomai nuo *P* vertės, *YK* padidės. Sakysime, pavyzdžiui, kad pradžioje *P* buvo lygus 100, *k* buvo 1/5, todėl *YK* buvo lygus 500. Jei palūkanų norma padidėjo, *k* gali sumažėti, tarkime, iki 1/6, taigi — *YK* bus lygus 600.

Šiuo atveju, kaip matysime tolesniame skyriuje, pradinė pinigų pasiūlos padidėjimo pasekmė bus palūkanų normos sumažėjimas. Vadinasi, padidėjus pinigų pasiūlai, pradinis kainų ir realiųjų pajamų padidėjimas bus mažesnis, negu teigėme kiekviename iš ką tik aptartų trijų atvejų. Tačiau, kaip matysime tolesniame skyriuje, nors nominalioji palūkanų norma pradžioje, pinigų pasiūlai padidėjus, sumažėja, šis procesas yra laikinas. Pradžioje sumažėjusi, vėliau palūkanų norma vėl pakyla iki buvusio lygio ir gali jį net prašokti. Tuo remdamasi, kiekybinė teorija teigia, kad po trumpo pereinamojo laikotarpio tradicinės kiekybinės pinigų teorijos teiginiai ir toliau tinka. Šios teorijos šalininkai aiškina, kad jei kainos yra lanksčios, kaip buvo pirmuoju aptartuoju atveju, tada, bent jau apytiksliai, po kiek laiko jos padidės proporcingai pagal pinigų kiekio padidėjimą. Keinsistai kiekybinės teorijos kritikai neneigia, kad taip atsitiks, bent jau gali atsitikti. Tačiau jie tvirtina, kad tai truks gana ilgai, o mums labiausiai rūpi, kas įvyks per artimiausius keletą metų. Todėl diskusija tarp keinsistų ir kiekybinės teorijos šalininkų iš dalies yra ginčas dėl to, kiek laiko praeis, kol pasireikš kiekybinės teorijos numatytos pasekmės. Faktiškai tai ginčas dėl to, kiek trunka trumpas laikotarpis.

Kol kas nagrinėjame tik vieną pinigų rinkos pokyčių tipą — pinigų pasiūlos didėjimą. O jei didės realiųjų pinigų paklausa, kainos arba realiosios pajamos (arba jų derinys) turėtų mažėti, kad būtų atkurta pusiausvyra.

Jei pinigų pasiūla kinta retai ir nesmarkiai, o pinigų paklausa keičiasi dažnai, netikėtai ir dideliais mastais (pavyzdžiui, dėl finansinių inovacijų), kiekybinė pinigų teorija nebus labai vertinga. Ji negalės paaiškinti daugumos realiųjų pajamų ir kainų pokyčių. Tačiau teorijos šalininkai tiki, kad pinigų paklausos funkcija yra pastovi, kad įmanoma ją numatyti, todėl pajamų pokyčius visada galima paaiškinti nominaliųjų pinigų pasiūlos pokyčiais.

Kiekybinės teorijos praktinio panaudojimo pavyzdys: *K**

FRS ekonomistai neseniai išplėtojo įdomų kiekybinės teorijos variantą ilgesniam laikotarpiui, paprastai vadinamą *K** — pagal simbolį, kurį jie vartoja kainų lygio ilgo laikotarpio pusiausvyrai žymėti[2]. Iš pradžių jie ėmėsi aiškinti ne infliacijos tempus, bet kainų lygį. Tuo tikslu jie naudojosi rodikliu *P2*, kurio apyvartos greitį jie tarė esant nekintamą ir lygų 1,6527 (apskaičiuotas vidurkis pagal 1955.I–1988.I laikotarpio atrankinius duomenis). Jie apibrėžė ir realiųjų pajamų didėjimo tempus, kai potencialaus BNP didėjimo tempai per tą patį laikotarpį yra lygūs. Jei Y_t ir A yra nekintami, *K** priklausys nuo *P2*. Jei realiųjų pajamų didėjimo procentą laikome lygiu potencialiosios gamybos didėjimo procentui, tai reiškia, kad ekonomikos ciklus ignoruojame. Tačiau tokia sąlyga priimtina, nes šis modelis bando paaiškinti kainų lygį per gana ilgą laiko tarpą; taip siekiama eliminuoti ciklų poveikį. Šios ilgo laikotarpio teorijos autoriai dar pridėjo trumpo laikotarpio dinamikos teoriją, kuri aiškina, kokiu laipsniu kainos prisitaiko prie lygio, numatomo vadovaujantis *K** teiginiais.

PAJAMŲ IR IŠLAIDŲ TEORIJA. PAGRINDINĖS IDĖJOS

Pajamų ir išlaidų teorijai didžiausią postūmį suteikė Keinso „Bendroji užimtumo, palūkanų ir pinigų teorija“ (išleista 1936 m.). Tačiau daugelis kitų ekonomistų, tarp jų ir griežtų Keinso kritikų, taip pat yra prisidėję. Šios teorijos pagrindinė lygtis yra tokia:

$$Y = V + I + V_i + E;$$

čia Y — visuminės pajamos, V — vartojimas, I — investicijos, V_i — vy-

[2] Žr. *Jeffrey Hallman, Richard Porter, David Small. M2* per Unit of Potential GNP as an Anchor for the Price Level. Board of Governors, Federal Reserve System, Staff Economic Study, 1989, p. 157.

riausybės išlaidos, o E — grynasis eksportas. Ši lygtis yra ir tapatybė. Ji įrodo save pačią, nes elementus V, I, V_i ir E apibrėžiame taip, kad jie apimtų visas išlaidas. Kadangi visuminės pajamos yra lygios bendrosioms įplaukoms iš prekių ir paslaugų realizavimo, tai yra visuminėms išlaidoms, tai Y privalo būti lygus $V + I + V_i + E$.

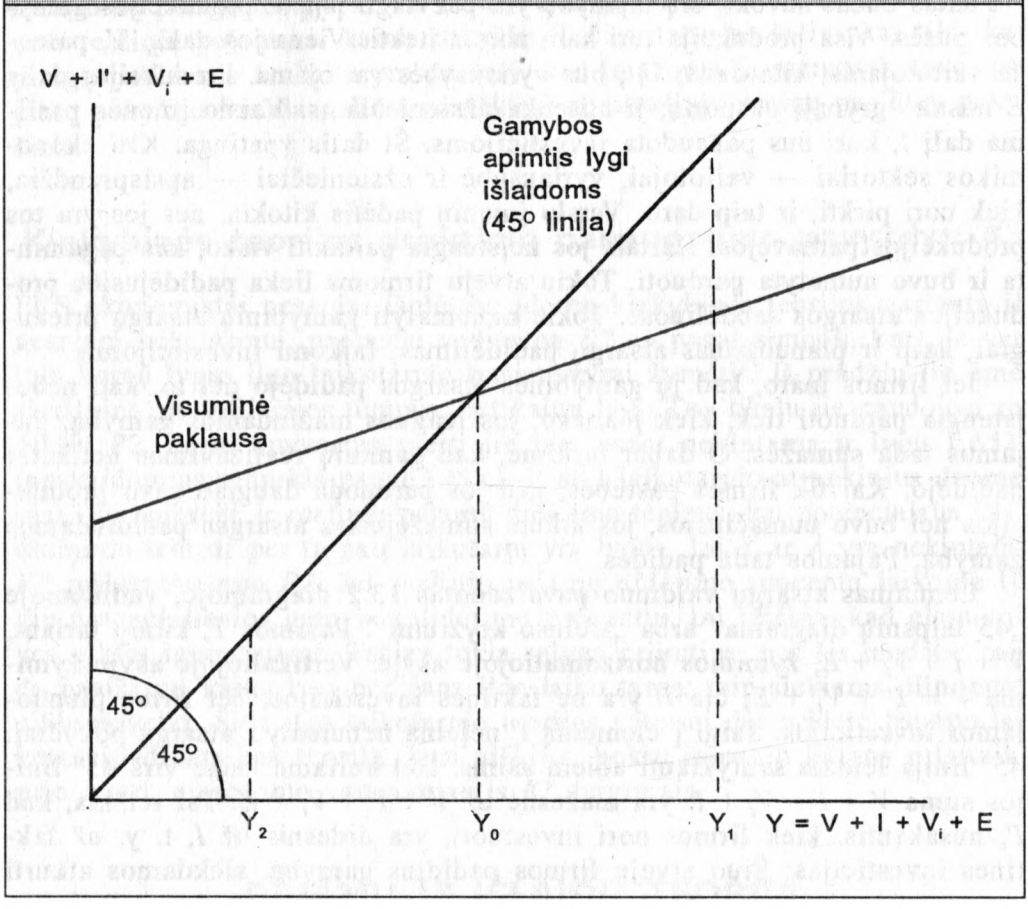
Kitas būdas suvokti šią tapatybę yra pažvelgti į ją iš produkcijos gamybos pusės. Visa produkcija turi kam nors atitekti. Viena jos dalis, V, patenka vartotojams; kita dalis, V_i, bus vyriausybės vartojama. Produkcijos dalis E nusako grynąjį eksportą; ji atitenka užsieniečiams. Verslo įmonės pasiima dalį I, kuri bus panaudota investicijoms. Ši dalis ypatinga. Kiti ekonomikos sektoriai — vartotojai, vyriausybė ir užsieniečiai — apsisprendžia, kiek nori pirkti, ir taip daro. Verslo įmonių padėtis kitokia, nes jos yra tos produkcijos pardavėjos. Kartais jos neįstengia parduoti visko, kas pagaminta ir buvo numatyta parduoti. Tokiu atveju firmoms lieka padidėjusios produkcijos atsargos sandėliuose. Tokie nenumatyti gamybinių atsargų prieaugiai, kaip ir planuojamas atsargų padidėjimas, laikomi investicijomis.

Jei firmos mato, kad jų gamybinės atsargos padidėjo dėl to, kad nebeįstengia parduoti tiek, kiek planavo, jos reaguos mažindamos gamybą. Pajamos tada sumažės. O dabar tarkime, kad gaminių realizavimas netikėtai padidėjo. Kai tik firmos pastebės, kad jos parduoda daugiau savo produkcijos nei buvo numačiusios, jos atkurs sumažėjusias atsargas padidindamos gamybą. Pajamos tada padidės.

Lemiamas atsargų vaidmuo pavaizduotas 13.2 diagramoje, vadinamoje „45 laipsnių diagrama“ arba „Keinso kryžiumi“. Pajamos Y, kitaip tariant, $V + I + V_i + E$, žymimos horizontaliojoje ašyje. Vertikaliojoje ašyje žymima $V + I' + V_i + E$; čia I' yra ne faktinės investicijos, bet firmų planuojamos investicijos. Taigi į elementą I' neįeina nenumatyti atsargų pokyčiai. 45° linija leidžia santykiauti abiem ašims. Bet kuriame taške virš 45° linijos suma $V + I + V_i + E$ yra mažesnė už $V + I' + V_i + E$. Tai reiškia, kad I', nusakantis, kiek firmos nori investuoti, yra didesnis už I, t. y. už faktines investicijas. Šiuo atveju firmos padidins gamybą, siekdamos atkurti sumažėjusias atsargas. Analogiškai kiekviename taške žemiau 45° linijos faktinės investicijos yra didesnės už norimas investicijas. Tokiu atveju firmos stengsis mažinti atsargas, mažindamos gamybą. Tik taškai pačioje 45° linijoje žymi firmų pusiausvyros būseną, tai yra tokią padėtį, kai firmos papildo atsargas kaip tik tokiu mastu, kokiu norėjo, bet ne didesniu.

Dabar į šią diagramą įtraukime visuminę paklausą. Ją rodo $V + I + V_i + E$ linija. Ji slenka aukštyn, nes pajamoms didėjant, žmonės didina vartojimą, o firmos daugiau investuoja. Tame taške, kur ši visuminės paklausos linija kerta 45° liniją, visuminė paklausa tampa kaip tik tokio dydžio, kada verslo firmos gali parduoti visą numatytą realizuoti produkcijos kiekį. Tada firmoms nereikia nei taikytis su atsargų padidėjimu, nei turėti jų negeidžiamo sumažėjimo. Vadinasi, taške Y_o ekonomika yra pusiausvira. Jei firmos imtų gaminti daugiau, pajamoms didėjant, tarkime, iki Y_1, vi-

13.2 diagrama. Keinso kryžius. Horizontalioji ašis rodo visuminę paklausą. Vertikalioji ašis rodo, kiek firmos planuoja parduoti. 45° linija leidžia „išversti" vienos ašies „kalbą" į kitos ašies „kalbą". Taške, kuriame visuminės paklausos kreivė kerta 45° liniją, firmos parduoda tiek, kiek jos buvo numačiusios parduoti



suminė paklausa taptų nebepakankama. Analogiškai taške Y_2 produkcijos realizavimas prašoktų firmų numatytą apimtį, ir gamybinės atsargos sandėliuose imtų mažėti sparčiau, nei buvo numatyta. Todėl firmos vėl didintų gamybos mastus. Pusiausvyra bus tik taške Y_o.

Vartojimas

Žmonės sąmoningai paskirsto savo grynąsias pajamas, t. y. pajamas atskaičius sumokėtus mokesčius, dabartiniam vartojimui arba jas taupydami būsimajam vartojimui. Taigi vartojimas priklauso nuo 1) disponuojamų pajamų dydžio ir 2) dabartiniam vartojimui nepanaudojamos pajamų dalies, tai

yra nuo sutaupomų pajamų. Kas netaupoma — suvartojama, vadinasi, vartoti skiriamų pajamų dalį galima nustatyti, išsiaiškinus veiksnius, kurie lemia taupomosios dalies dydį. Kas tie veiksniai?

Iš dalies — tai plataus masto socialiniai ir istoriniai veiksniai. Kai kuriose šalyse (arba ankstesniais istoriniais laikotarpiais) taupumas ir apdairumas — svarbios dorybės. Laimė, tokie socialiniai veiksniai kinta labai lėtai, todėl ekonomistai dažniausiai gali juos ignoruoti.

Dar vienas veiksnys yra gyventojų sudėtis pagal amžių. Daugumos šeimų pajamos padidėja, jos nariams pasiekus vidutinį amžių, o išėjus į pensiją, — staigiai sumažėja. Antra vertus, šeimos poreikiai labai dideli kaip tik jos susikūrimo pradžioje, kai ji turi apsirūpinti ilgo vartojimo prekėmis ir prisiimti dalį vaikų auginimo išlaidų. Todėl tiek jauni, tiek pagyvenę žmonės linkę mažai taupyti, o vidutinio amžiaus žmonės sutaupo nemenką savo pajamų dalį. Kadangi gyventojų sudėtis pagal amžių nėra pastovi — prisiminkime žymų gimstamumo bumą, — gyventojų amžiaus struktūra daro didžiulę įtaką taupomajai pajamų daliai, taigi ir polinkiui vartoti.

Kitas svarbus taupymo mastų veiksnys yra turto, arba aktyvų, apimtis. Imkime, pavyzdžiui, šeimą, kuri neketina kaupti kokio nors palikimo ir taupo vien tik tam, kad turėtų iš ko gyventi senatvėje. Kuo daugiau turto ji jau turi, tuo mažiau bereikia taupyti, norint išlaikyti nepasikeitusį pragyvenimo lygį nustojus dirbti. Savaime aišku, analogiškai mažiau reikės taupyti ir tam, kuris jau turi nemažą turtą ir nori sukaupti tam tikrą palikimą. Jei vienintelis taupymo tikslas yra kaupti turtą, tai galima tikėtis, jog turto dydžio pokyčiai dėl, tarkime, akcijų kurso padidėjimo taip pat darys poveikį taupymo mastams.

Ne visi turto komponentai vienodai veikia vartojimą ir taupymą. Likvidus turtas, pavyzdžiui, indėliai ir trumpalaikiai vertybiniai popieriai, vartojimą veikia labiau negu nelikvidiniai turto elementai, pavyzdžiui, namas arba pensijų fondo pajus. Taip yra dėl to, kad kalbėdami apie santaupas, turime galvoje grynąsias santaupas, tai yra vienų žmonių teigiamas santaupas minus kitų žmonių neigiamas santaupas. Bet kuris veiksnys, sudarantis sąlygas kai kuriems asmenims turėti neigiamas santaupas (tai yra vartoti daugiau nei gaunama pajamų), sumažina bendrąją taupymo normą. Likvidūs turto elementai kaip tik ir leidžia taip elgtis. Jei asmuo neturi likvidaus turto, jam gali būti sunku gauti kreditą, panorėjus vartoti daugiau nei jo pajamos leidžia, arba jį sulaikys nuo tokio žingsnio didelės kredito išlaidos. O likvidaus turto savininkas, atvirkščiai, gali lengvai jį parduoti ir vartoti daugiau negu turi pajamų.

Taupomosios pajamų dalies dydį veikia ir atlyginimas už taupymą — realiosios, liekančios atskaičius mokesčius, palūkanos. Taupymo ir palūkanų normos ryšys yra painus. Kadangi pinigai vartojimą veikia kaip tik per palūkanų normos pokyčius, negalime praeiti šio santykio neišnagrinėję.

Vartojimas ir palūkanų norma

Realioji palūkanų norma vartojimą veikia keliais būdais. Vienas iš jų — padidinti atlyginimą už taupymą. Šio veiksnio padarinius sunku numatyti. Palūkanų normai sumažėjus, pajamos iš taupymo irgi sumažės, o tai tiesiogiai paskatins žmones mažiau taupyti. O palūkanų normai sumažėjus, palūkanų gavėjai gauna mažiau pajamų; siekdami bent iš dalies jas kompensuoti, jie padidins gamybines pastangas, daugiau dirbdami ir santaupoms skirdami didesnę pajamų dalį. Pasitelkime kraštutinį pavyzdį ir tarkime, kad kas nors yra užsibrėžęs tikslą per 20 metų sukaupti 1 mln. dolerių vertės turtą. Tokiam asmeniui teks taupyti gerokai daugiau, jei palūkanų norma nuo 10 procentų sumažės iki 5 procentų[3].

Kitas būdas, kuriuo palūkanų normos kitimas veikia vartojimą, pasireiškia tada, kai žmonės renkasi, kokiais pavidalais laikyti savo turtą. Jie turtą skirsto taip, kad, skaičiuojant ribiniais dydžiais, numanoma nauda iš turimų ilgo vartojimo prekių pasidaro lygi pajamoms, gaunamoms iš turimų finansų aktyvų — vertybinių popierių arba bankų indėlių. Kai palūkanos iš vertybinių popierių ir bankų indėlių sumažėja, žmonėms atsiranda paskata turėti mažiau tokių aktyvų, bet pirkti daugiau ilgo vartojimo prekių. Dėl to vartojimo išlaidos padidėja.

Trečia, kai mažėja palūkanų norma, vertybinių popierių vertė didėja, ir žmonės jaučiasi tapę turtingesni. Ir kuo daugiau jie turi numanomojo turto, tuo daugiau vartoja. Ši sąveika gali būti itin stipri. Ketvirta, bet kurios turto dalies padidėjimas padidina asmeninio turto likvidumą; mat to turto grynosios vertės santykis su pasyvais padidėja. O didėjant likvidumui, žmonės linksta keisti dalį savo likvidžių aktyvų į nelikvidžius, pavyzdžiui, ilgo vartojimo prekes.

Vartojimo funkcija

Apibendrindami galime užrašyti vartojimo funkciją taip:

$$V = a + c(Y'-M) + bT + dL + en^r + fA;$$

čia V — visuminis vartojimas, Y' — asmeninės pajamos, M — asmeniniai mokesčiai (vadinasi, $Y'-M$ yra asmeninės grynosios pajamos), T — turtas, L — turto likvidumo matas, n^r — realioji palūkanų norma, A — gyventojų amžiaus struktūros matas, o a, b, c, d, e ir f — konstantos[4]. Galima naudotis ir paprastesniu, bet ne tokiu tiksliu, variantu, kuriame visi nepri-

[3] Kalbant mikroekonomikos teorijos terminais, pajamų veiksnys čia nusveria substitucijos veiksnį.

[4] Jei lygtį užrašysime natūraliaisiais logaritmais, b rodys vartojimo lankstumą pajamų atžvilgiu.

klausomi kintamieji, išskyrus pajamas, laikomi konstantomis. Šiuo atveju vartojimo funkcija būtų tokia: $V = a + cY'$. Šios lygybės narys a nusako **autonominį vartojimą**, nes jis nepriklauso nuo pajamų, o c išreiškia **ribinį polinkį vartoti**, nes juo apibūdinama, kiek, apskaičiuojant pinigais, pasikeičia vartojimas, pakitus pajamoms vienu doleriu[5]. O **vidutinis polinkis vartoti** yra paprasčiausiai V/Y'.

Nuolatinės pajamos, gyvenimo ciklas ir turtas

Aptardami pajamų ir vartojimo sąryšį, kol kas nenurodėme, ar vartojimas priklauso nuo tiriamojo laikotarpio pajamų, ar nuo pajamų, gaunamų per ilgesnį laiką. Iš pradžių ekonomistai ir ėjo tuo, iš pirmo žvilgsnio akivaizdžiu keliu — kurių nors metų vartojimą ir taupymą gretino su tų pačių metų pajamomis. Bet tai ginčytina. Tokiam metodui buvo iškelta priešingų teorijų: Miltono Frydmeno išplėtota **nuolatinių pajamų teorija** bei Nobelio premijos laureato Franko Modiljanio iškelta **gyvenimo ciklo hipotezė.** Abi teorijos pabrėžia, kad žmonės taupo, norėdami susikrauti turto, kuris garantuotų vartojimą ateityje. Svarbus, gal pats svarbiausias taupymo motyvas — išlaikyti vienodą vartojimo lygį visą laiką. Iš to išplauktų išvada, kad vartojimą lemiančiomis pajamomis reikėtų laikyti ne tų metų pajamas, bet žmogaus pajamas per visą gyvenimą. Šitą mintį galėtume apibūdinti ir kitokiu būdu: vartojimas priklauso ne nuo dabartinių pajamų, bet nuo bendrojo asmens turto, įskaitant ir paties žmogaus vertę. (Žmogaus vertė — tai asmens pajėgumo užsidirbti pajamų dabartinė vertė.) Dabartinės pajamos nė kiek ne svarbesnės už dabartinę diskontuotą vertę pajamų, kurios bus gautos kada nors ateityje.

Tačiau jei manysime, kad vartojimas visiškai nepriklauso nuo dabartinių pajamų, o vien tik nuo per visą gyvenimą gaunamų pajamų arba nuo bendrojo turto, žengsime per toli. Dalis žmonių, pavyzdžiui, studentai, turi ribotas galimybes naudotis kapitalu. Pajamos, kurias jie gaus per visą gyvenimą, yra pakankamai didelės, kad jie jau dabar galėtų vartoti daugiau, nei faktiškai vartoja. Bet padidinti dabartinio vartojimo jie negali, nes su savo būsimųjų pajamų perspektyvomis tiek pasiskolinti neįstengia. Be to, būsimosios pajamos nėra garantuotas dalykas, todėl kai kurie žmonės derina savo vartojimą su dabartiniu metu gaunamomis pajamomis. Taigi reikia manyti, kad vartojimo funkcijai svarbu tiek dabartinės, tiek nuolatinės pajamos.

[5] Ligi šiol aptarti veiksniai nėra vieninteliai, ne jie vieni lemia vartojimą. Empiriniais tyrimais yra nustatyti ir kiti svarbūs kintamieji, pavyzdžiui, pajamų didėjimo tempai bei santykiniai pajamų lygiai.

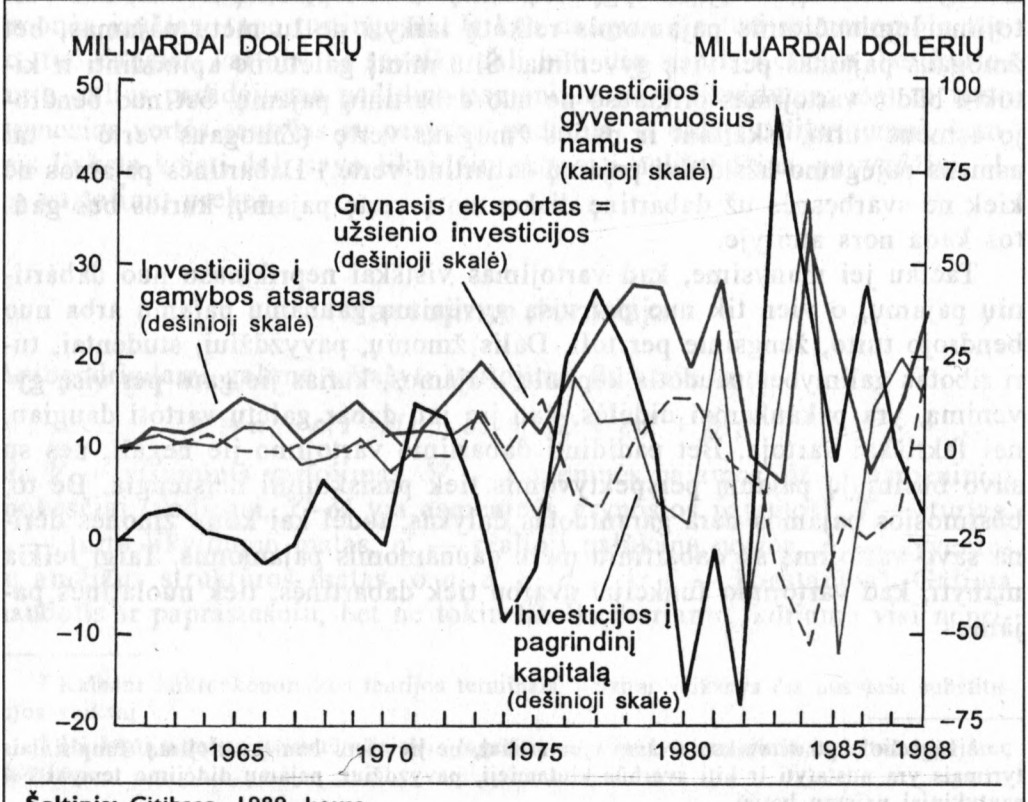
INVESTICIJOS

Prieš pradėdami nagrinėti investicijų veiksnius, turime aptarti, ką laikome investicijomis. Makroekonomika šia kategorija paprastai apibūdina pagrindinio kapitalo prieaugį. Kitaip tariant, šis terminas reiškia fizines investicijas, pavyzdžiui, fabriko pastatymą, gamybos atsargų padidinimą. Tai visiškai kas kita, negu terminu *investicija* kartais pavadinamas *investavimas* į obligaciją. Kai jūs perkate obligaciją iš jos ligšiolinio savininko, pagrindinis kapitalas nepadidėja. Tuo atveju įvyksta tik aktyvų pasikeitimas, pinigų mainai į obligaciją. Bet, tarkime, jūs pirkote obligaciją iš firmos, kuri panaudos jūsų sumokėtus pinigus fabriko statybai. Šiuo atveju investicija bus tik tada, kai firma iš tiesų pastatys fabriką.

13.3 diagrama rodo įvairių tipų investicijų svyravimus. Jie labai žymūs, ypač investicijų į gamybos atsargas.

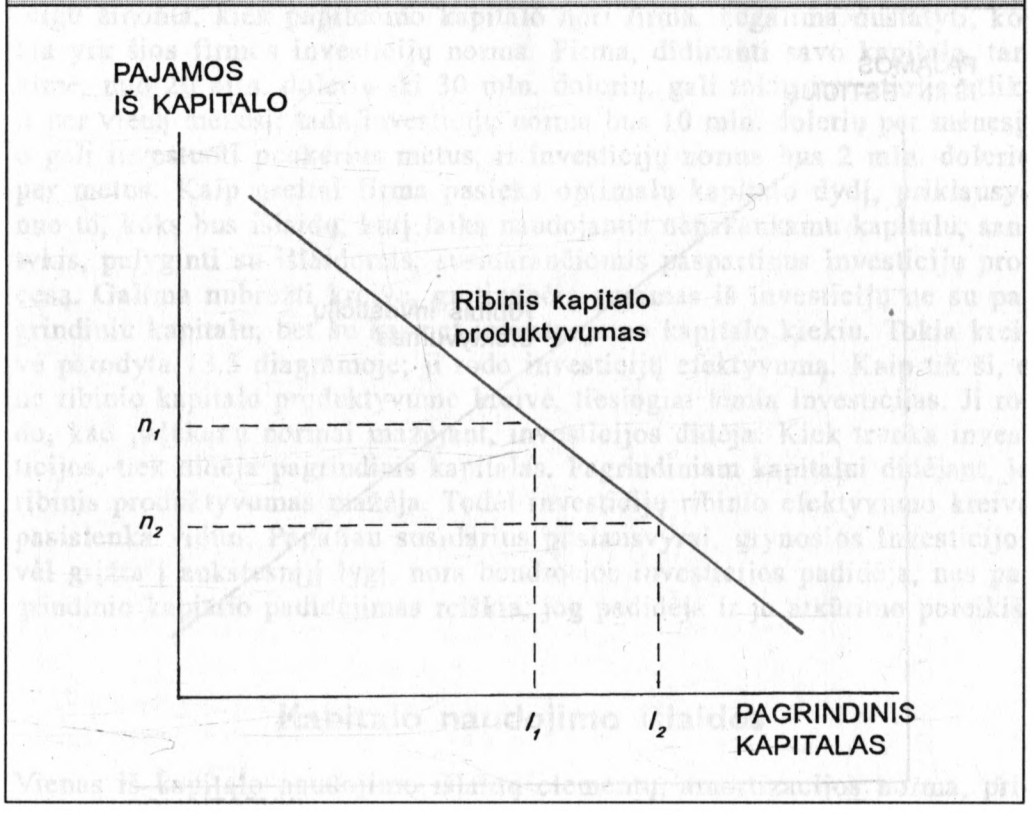
Firmos didina kapitalą, tai yra investuoja iki to taško, kuriame laukia-

13.3 diagrama. Investicijų pagrindinių elementų kasmetiniai pokyčiai einamosiomis kainomis. 1961–1988. Kasmetiniai investicijų apimties pokyčiai kyla daugiausia dėl investicijų į gamybos atsargas ir gyvenamųjų namų statybą.



Šaltinis: Citibase, 1989, kovas.

13.4 diagrama. Ribinis kapitalo produktyvumas. Ribinio produktyvumo kreivė leidžiasi žemyn. Jei darbo jėgos kiekis ir technologija nekinta, kuo didesnis kapitalo kiekis, tuo mažesnės pajamos iš vieno kapitalo vertės vieneto

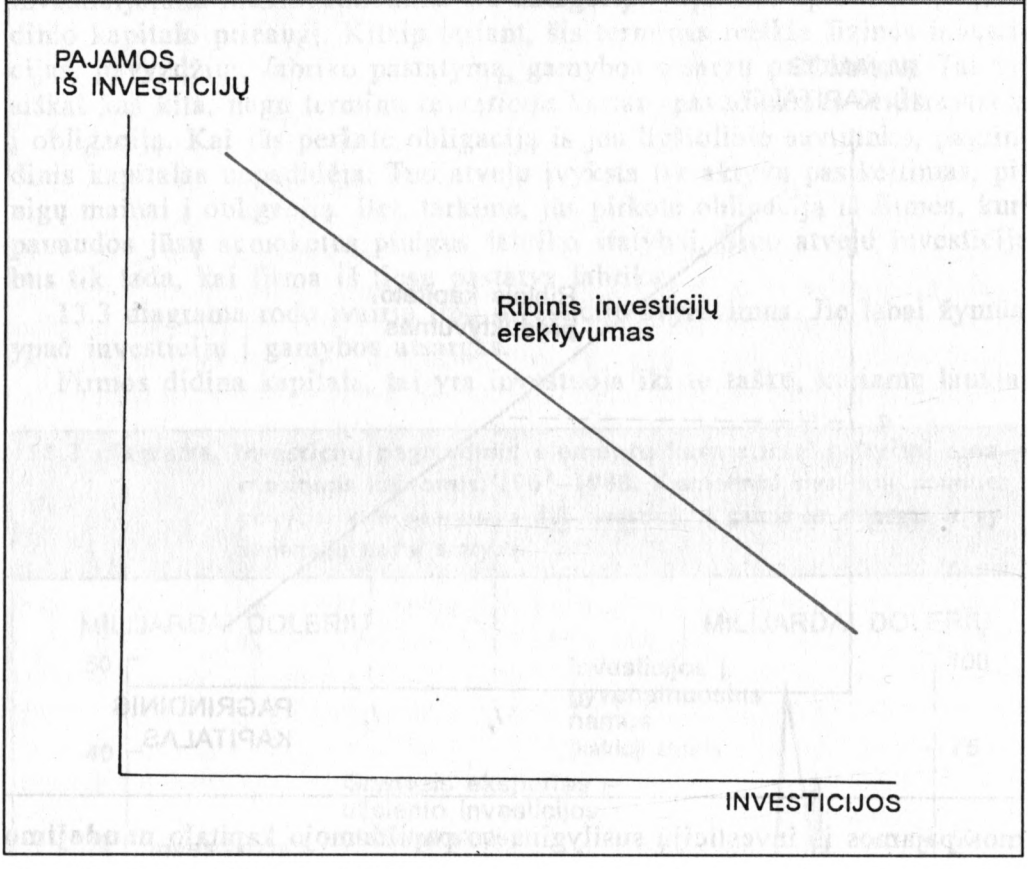


mos pajamos iš investicijų susilygina su papildomojo kapitalo **naudojimo išlaidomis**. Naudojimo išlaidos susideda iš trijų elementų. Pirmasis, **amortizacija**, apima tiek fizinį, tiek moralinį pagrindinio kapitalo nusidėvėjimą. Antrasis elementas yra **palūkanų norma**, kurią firma turi sumokėti už investicijoms pasiskolintą kapitalą, arba numanoma palūkanų norma, kurią firma priskaičiuoja pati sau, jei ji investuoja savo pačios nepaskirstytą pelną. Trečiasis elementas yra **rizikos priedas**, kuris kompensuoja firmai lėšų investavimo riziką.

Ribinis kapitalo produktyvumas ir investicijų procesas

13.4 diagrama rodo pajamas iš kapitalo kaip turimo kapitalo funkciją. Kai kapitalas papildomas, jo teikiamos pajamos, ribinis kapitalo produktyvumas, mažėja. Tardami, kad mažėjantis ribinis kapitalo produktyvumas yra toks, koks parodytas diagramoje, galime manyti, kad laikui bėgant ir pagrindi-

13.5 diagrama. Ribinis investicijų efektyvumas. Ribinio investicijų efektyvumo kreivė leidžiasi žemyn. Kuo didesnės investicijos, tuo didesnės jų įgyvendinimo išlaidos ir tuo mažesnės pajamos iš kiekvieno investuoto dolerio



niam kapitalui didėjant, ribinis jo produktyvumas be perstojo mažės. Tačiau 13.4 diagramoje ribinis kapitalo produktyvumas parodytas remiantis prielaida, kad darbo jėgos kiekis yra pastovus, o technologija — nekinta. O didėjantis darbo jėgos kiekis didina kapitalo paklausą, dažnai taip pat veikia ir naujos technologijos[6]. Taigi nors pagrindinis kapitalas didėja, nėra pagrindo manyti, kad ribinis kapitalo produktyvumas visą laiką be perstojo mažėja.

Jeigu koks nors veiksnys, pavyzdžiui, nauja technologija, padidina ribinį kapitalo produktyvumą, arba jei kapitalo naudojimo išlaidos sumažėja, firmos imasi naujų investicijų. Tai vyksta tol, kol ribinės pajamos iš kapita-

[6] Anaiptol ne visos inovacijos didina kapitalo paklausą; kai kurios jų taupo kapitalą, mat jomis pasinaudojus, reikia mažiau kapitalo produkcijos vertės vienetui. Skaičiavimo pajėgumai, kuriems prieš keletą metų reikėjo didelės ESM, dabar gali būti įsigyti su daug mažesnėmis kapitalo išlaidomis, nusiperkant personalinį kompiuterį.

lo vėl susilygina su ribinėmis kapitalo naudojimo išlaidomis. Bet čia susidursime su keblesne padėtimi. Firmos kapitalas yra sankaupa ir, tarkime, yra lygus 10 mln. dolerių, o investicijos yra srauto kategorija, vadinasi, jos turi laiko dimensiją ir yra šiuo atveju 2 mln. dolerių per metus. Taigi net jeigu žinoma, kiek papildomo kapitalo nori firma, negalima nustatyti, kokia yra šios firmos investicijų norma. Firma, didinanti savo kapitalą, tarkime, nuo 20 mln. dolerių iki 30 mln. dolerių, gali tokią investiciją atlikti per vieną mėnesį; tada investicijų norma bus 10 mln. dolerių per mėnesį; o gali investuoti penkerius metus, ir investicijų norma bus 2 mln. dolerių per metus. Kaip greitai firma pasieks optimalų kapitalo dydį, priklausys nuo to, koks bus išlaidų, kurį laiką naudojantis nepakankamu kapitalu, santykis, palyginti su išlaidomis, susidarančiomis paspartinus investicijų procesą. Galima nubrėžti kreivę, gretinančią pajamas iš investicijų ne su pagrindiniu kapitalu, bet su kasmet investuojamo kapitalo kiekiu. Tokia kreivė parodyta 13.5 diagramoje; ji rodo investicijų efektyvumą. Kaip tik ši, o ne ribinio kapitalo produktyvumo kreivė, tiesiogiai lemia investicijas. Ji rodo, kad palūkanų normai mažėjant, investicijos didėja. Kiek trunka investicijos, tiek didėja pagrindinis kapitalas. Pagrindiniam kapitalui didėjant, jo ribinis produktyvumas mažėja. Todėl investicijų ribinio efektyvumo kreivė pasislenka vidun. Pagaliau susidarius pusiausvyrai, grynosios investicijos vėl grįžta į ankstesnįjį lygį, nors bendrosios investicijos padidėja, nes pagrindinio kapitalo padidėjimas reiškia, jog padidėja ir jo atkūrimo poreikis.

Kapitalo naudojimo išlaidos

Vienas iš kapitalo naudojimo išlaidų elementų, amortizacijos norma, priklauso nuo technologijos, todėl čia jo nenagrinėsime. Kitas elementas yra realioji palūkanų norma. Kuo ji didesnė, tuo mažesnė pajamų srauto, kurį ateičiai garantuos kapitalas, dabartinė vertė. Kaip jau aukščiau aptarėme, Y dolerių per metus dydžio būsimųjų mokėjimų srauto dabartinė vertė lygi

$$DV = \frac{Y}{(1+n)} + \frac{Y}{(1+n)^2} + \frac{Y}{(1+n)^3} \ldots + \frac{Y}{(1+n)^m}.$$

Akivaizdu, kad kuo didesnis n, tuo mažesnė šitos sumos dabartinė vertė. Kaip matome 13.1 lentelėje, ypač greitai praranda vertę toli į ateitį nukelti mokėjimai, jei palūkanų norma didėja. Antai, jei palūkanų norma lygi 10 procentų, šimto dolerių, kurie bus gauti po 10 metų, dabartinė vertė yra tik 39 doleriai. Kai palūkanų norma yra 20 procentų, jų dabartinė vertė tėra 19 dolerių! Vadinasi, tokioms investicijų rūšims, kurios pradės duoti pajamas tik, tarkime, po penkerių metų ir duos jas dvidešimt metų paeiliui, palūkanų norma turi didelę reikšmę.

Palūkanų norma, kurią turime naudoti diskontuodami būsimąsias įplaukas, yra įvairių finansinių pajamų kompleksas. Vienas jų elementas yra nu-

manomos palūkanos už nepaskirstytą pelną, kurį firmos nusprendžia investuoti, užuot išmokėjusios akcininkams. Kadangi akcininkai teikia pirmenybę šiandien dividendais išmokamam doleriui, o ne tokiam pat doleriui, išmokėsimam po metų, firmos turi apsiskaičiuoti numatomą palūkanų normą jų nuosavoms lėšoms. Antraip jos gali per daug investuoti ir per mažai išmokėti dividendais.

Kitas kapitalo naudojimo išlaidų elementas yra skolintų lėšų išlaidos. Tai ne vien tik palūkanų norma. Sakysime, firma pasiskolino 5 mln. dolerių už 10 procentų. Šios paskolos tikrosios išlaidos bus didesnės nei 10 procentų, gal net gerokai didesnės. Kuo daugiau firma skolinasi, tuo didesnis jos skolų ir nuosavojo kapitalo santykis. Vadinasi, sumažėja ta jos bendrųjų aktyvų procentinė dalis, kuri apsaugo jos turtą ir skiria ją nuo nemokumo būklės. Kitaip tariant, kuo daugiau firma skolinasi, tuo didesnė tikimybė, kad ji neįstengs sumokėti palūkanų ir bus priversta bankrutuoti. Taigi, kai firma ima paskolą, ji ne tik turi mokėti palūkanas, bet ir tampa rizikingesnė. Jei ji dar turi ir kitų paimtų paskolų, tada, atėjus jų perrašymo metui, kreditoriai pareikalaus didesnės palūkanų normos, siekdami kompensuoti sau padidėjusią riziką.

Be to, firmos akcininkams tada susidaro didesnė rizika, kuri sumažina jų akcijų vertę, taigi ir kainą. Tą akcijų kainų kritimą galima traktuoti kaip padidėjusį mokestį už riziką. Laukiamos pajamos iš firmos investicijų lieka kokios buvusios, bet dabar jos ne tokios garantuotos. Todėl firmos akcijų savininkai reikalaus didesnio atlyginimo už turimas akcijas.

Į savo rizikingumo didėjimą firma gali reaguoti pertvarkydama savo balansą. Ji gali išleisti daugiau akcijų, siekdama neleisti didėti skolinto ir nuosavojo kapitalo santykiui. Jei ji taip padarys, jos kapitalo naudojimo išlaidas sudarys palūkanos, mokamos už paskolą, ir dividendai naujųjų akcijų

13.1 lentelė. Vieno dolerio, gauto įvairiu metu, dabartinė vertė

Po kiek metų	Diskontuota su palūkanų norma		
	20 %	10 %	5 %
1	83 centai	91 centas	95 centai
2	69	83	91
3	58	75	86
4	48	68	82
5	40	62	78
6	33	56	75
7	28	52	71
8	23	46	68
9	19	42	65
10	16	39	61

savininkams. Tų naujųjų akcijų pajamos sumažina bendrųjų pajamų dalį, tenkančią ankstesniesiems akcininkams. Tarkime, firma padidina išleistų akcijų kiekį 10 procentų. Kiekviena senoji akcija dabar duos 10 procentų mažiau nei anksčiau.

Gamybos apimtis ir investicijos

Kadangi naudoti kapitalą verta tik produkcijai gaminti, ribinis kapitalo produktyvumas, o todėl ir investicijų norma, priklauso nuo gamybos apimties bei nuo kapitalo naudojimo išlaidų. Tarkime, kad realusis darbo užmokestis, kapitalo naudojimo išlaidos ir technologija nekinta. Pažvelkime į grynąsias investicijas, tai yra į investicijas, daromas greta tų, kurios būtinos nusidėvėjimui atkurti. Kiek firma investuos? Jei gamybos apimtis nekinta, jos grynosios investicijos nesikeis; jos tiesiog bus lygios nuliui. Jei gamybos apimtis vis ta pati, firmai reikalingas kapitalas taip pat vis tokio pat dydžio, taigi jai nereikia kapitalo didinti investicijomis. Jei gamyba mažėja, firma turi kapitalo daugiau nei norėtų, ir įvyksta vadinamosios neigiamosios investicijos — nebeatkuriamas nusidėvėjęs pagrindinis kapitalas. Tokios neigiamosios investicijos — lėtas procesas.

Firma imsis grynųjų investicijų tik gamybai didėjant. Kiek ji investuos, iš dalies priklausys nuo jos optimalaus kapitalo koeficiento, tai yra nuo optimalaus kapitalo kiekio produkcijos vienetui. Jei gamyba didėja spartėjančiais tempais, investicijos gali didėti tiesiog drastiškai. 13.2 lentelėje pateikiame pavyzdį. Kol gamyba nekinta ir yra lygi 100 dolerių, investicijos yra tik 50 dolerių — nusidėvėjusiam kapitalui atkurti. O kai gamyba padidėja nuo 100 iki 120 dolerių, firma prideda 100 dolerių naujo kapitalo. Pasekmė — dabar bendrosios investicijos (naujosios investicijos plius atkuriamosios investicijos) padidėja iki 150 dolerių. Taigi tik 20 procentų padidėjusi gamyba sukėlė investicijų padidėjimą ne 20 procentų, o trigubai.

13.2 lentelė. Gamybos apimtis ir investicijos (doleriais)

Gamybos apimtis	Reikalingų įrengimų vertė[a]	Atkuriamosios investicijos[b]	Naujosios investicijos	Bendrosios investicijos[c]
100	500	50	0	+50
100	500	50	0	+50
120	600	50	100	+150

[a] 1 dolerio vertės produkcijai pagaminti reikia 5 dolerių vertės įrengimų.
[b] Amortizacija lygi 10 procentų naudojamų įrengimų vertės.
[c] Atkuriamosios investicijos plius naujosios investicijos.

Investicijų stabilumas

Kadangi gamyba kartais iš tiesų didėja spartėjančiu tempu, tai vadinamasis **akceleratorius**, arba **akceleratoriaus principas**, matyt, ir bus tas argumentas, kuris teigia, kad investicijos yra labai nereguliarios. Iš to išplauktų išvada, kad be vyriausybės stabilizavimo politikos ekonomika būtų labai nestabili. Bet yra viena padėtį švelninanti aplinkybė. Firmos linkusios siekti optimalaus kapitalo dydžio tik iš lėto, todėl metinis investicijų mastas paprastai nėra taip smarkiai kintantis dydis. Taip yra dėl keleto priežasčių.

Pirma, firmos nešoka reaguoti į nebeoptimalų savo kapitalo dydį, kaip koks prastai užprogramuotas robotas. Jei jos mano, kad padidėjusi paklausa yra laikinas reiškinys, jos nedidina savo kapitalo; antai, žaislų gamintojai nepuola investuoti gruodžio mėnesį, kai taip padidėja jų produkcijos paklausa. Antra, didelė investicijų norma sutrikdo likusią firmos veiklą, todėl firmos paprastai stengiasi paskirstyti savo investicijas laiko atžvilgiu. Trečia, jei firma ima daugiau skolintis, jos kapitalo naudojimo išlaidos gali padidėti. Pavyzdžiui, jei firma nori pasiskolinti daugiau, nei bankas sutinka skolinti, jai gali tekti didinti kapitalą parduodant dalį akcijų arba imtis faktoringo, tai yra parduoti debitorines sąskaitas. Abu šie lėšų šaltiniai gali būti gerokai brangesni už banko kreditus. Tai ir gali sulaikyti firmą bent nuo dalies sumanytų investicijų.

Ketvirta, kai daugelis firmų nori investuoti tuo pačiu metu, gamybos priemonių kainos gali stipriai padidėti ir paskatinti kai kurias firmas atidėti investicijas. Be to, jei skolintis nori daugelis firmų, padidės palūkanų norma. Tai atšaldys firmų norus investuoti. Jei lėšų investavimui pasiūla yra nepakankama skolinimosi paklausai patenkinti, tada nebus sąlygų investicijoms labai padidėti[7].

Tačiau investicijos gali būti nepastovios ir dėl kitų priežasčių, o ne dėl to, kad veikia akceleratorius. Kai kurie ekonomistai mano, kad ribinio kapitalo produktyvumo kreivė, kokią ją suvokia firmos, yra labai nestabili. Pavyzdžiui, Keinsas rašė:

> Mūsų žinios apie veiksnius, kurie po keleto metų nulems investicijų pajamingumą, paprastai yra labai menkos ir dažnai nereikšmingos... Turime sutikti, kad savo žinias apie tai, kaip reikėtų nustatyti pajamas iš geležinkelio, vario kasyklos arba tekstilės fabriko po dešimties metų..., grindžiame labai menkute teorine baze arba išvis niekuo[8].

---

[7] Nors konkurencija dėl gamybos priemonių įsigijimo ir dėl finansavimo perša išvadą, kad bendrasis visų firmų investicijų mastas daug pastovesnis negu kiekvienos firmos atskirai, bet ir šiuo atveju firmų sąveika sukuria aplinkybes, didinančias investavimo proceso nestabilumą. Kai viena firma imasi investicijų ir perka gamybos priemones, ji sužadina paklausą, taigi ir paskatą investuoti toms firmoms, kurios gamina tas gamybos priemones.

[8] *John Maynard Keynes.* The General Theory of Employment, Interest and Money. New York, Harcourt Brace, 1936, p. 149–150.

Jei stokojame patikimų teorinių žinių, tai mūsų nuomonės nėra deramai pagrindžiamos, taigi jos gali radikaliai keistis. Tuo remdamiesi, kai kurie ekonomistai padarė išvadą, kad ekonomiką destabilizuojantį investicijų svyravimą sukelia iracionalios optimizmo ir pesimizmo bangos. O kiti ekonomistai abejoja, kad firmos būtų tokios iracionalios ir emocingos spręsdamos investicijų klausimus.

Kitas investicijų traktavimo būdas. Teorija *q*

Produkcijos paklausos pokyčiai nėra vienintelis investicijų veiksnys. Jas veikia ir kapitalo kainos padidėjimas, palyginti su darbo kaina, pavyzdžiui, pakilus palūkanų normai. Nobelio premijos laureatas Džeimsas Tobinas (James Tobin) iš Jeilio universiteto sukūrė **investicijų teoriją *q***, kuri apima visus tuos veiksnius. Jis daugiausia tyrė akcijų biržą. Šioje rinkoje nusistoja tam tikra firmų išleistų akcijų vertė. Tarkime, kad toji vertė yra didesnė nei visos tos išlaidos, kurios susidarytų kuriant tokią pat firmą, tai yra statant reikiamus pastatus, perkant įrengimus, samdant darbuotojus. Tada verslininkai, imdamiesi tokios investicijos, gali gauti pelno. Jie taip ir padarys. Ir atvirkščiai, jei pigiau kainuoja nusipirkti jau egzistuojančios firmos akcijas, negu pastatyti naują įmonę, tada tie, kas norėtų turėti turtinių teisių į fizinį kapitalą, pirks veikiančių firmų akcijas, bet nesiims naujos firmos kūrimo investicijų.

Tuo remdamasis, Tobinas bando paaiškinti investicijų lygį koeficientu *q*, kuris reiškia firmų rinkos vertę, padalytą iš tų firmų reprodukavimo išlaidų. Teorija *q* neignoruoja tokių veiksnių, kaip numatomi paklausos arba palūkanų normos pokyčiai. Koeficientas *q* reaguoja į juos, nes jie veikia firmų rinkos vertę. Tobino teorija yra labai įtikinama, nes sunku rasti argumentų, kad ji nepagrįsta. Visa bėda, kaip paprastai, kuriant teorijas, yra ta, kad joms reikia kintamųjų, kuriuos būtų galima apskaičiuoti reikiamu tikslumu, o firmų reprodukavimo išlaidas kaip tik labai nelengva nustatyti.

INVESTICIJŲ IR VARTOJIMO SĄVEIKA. INVESTICIJŲ MULTIPLIKATORIUS

Iš akceleratoriaus principo žinome, kad paklausos pokyčiai, o dėl to ir gamybos apimties pokyčiai, sukelia investicijų pokyčius. Investicijų multiplikatorius, kurį dabar apibūdinsime, kaip tik ir parodo, kaip investicijų pokyčiai sukelia vartojimo pokyčius. (Dėmesio! — nepainiokime investicijų multiplikatoriaus su pinigų multiplikatoriumi, aptartu 11 skyriuje.)

Pagrindinė investicijų multiplikatoriaus idėja yra paprasta ir akivaizdi. Kai firma daro investicijas, jos išlaidos kuria pajamas. Tų pajamų gavėjai dalį jų vartoja, tas vartojimas kuria pajamas kitiems ir taip toliau.

Iš pirmo žvilgsnio gali atrodyti, kad 1 doleris investicinių išlaidų sukurs nenutrūkstamą 1 dolerio dydžio pajamų srautą, kai tą dolerį išleis vis kitas jo gavėjas. O iš tikrųjų bus kitaip. Šitų papildomų pajamų gavėjai paprastai neišleis viso savo pajamų prieaugio vien vartojimui. Dalį jų sutaupys. Be to, ne visas pajamų prieaugis taps grynosiomis pajamomis. Dalis jo bus panaudota asmeniniams mokesčiams mokėti. Vadinasi, kiekvienoje tos pajamų kūrimosi grandinės grandyje tiktai dalis gautųjų pajamų yra vartojama, todėl išlaidų grandinė vis mažės. Ji atrodys taip:

$$1 \text{ dol. } V + 1 \text{ dol. } V^2 + 1 \text{ dol. } V^3 \ldots + 1 \text{ dol. } V^n;$$

čia V — ribinis polinkis vartoti[9]. Tokia grandinė gali būti išreikšta kaip suma $1/(1 - V)$. Tarkime, pavyzdžiui, kad dėl mokesčių bei ribinio polinkio taupyti žmonės vartoja tik 50 procentų gautųjų pajamų, neatmetus mokesčių. Vadinasi, kai kas nors gauna vieną dolerį papildomų pajamų, jis išleidžia 50 centų, ir tie 50 centų padidina kieno nors pajamas; tas kas nors išleidžia 25 centus ir taip toliau. Sudėję visą grandinę, gausime, kad iš viso pajamos padidėjo ne 1, bet 2 doleriais.

VYRIAUSYBĖS IŠLAIDOS, MOKESČIAI IR EKSPORTAS

Tarkime, kad vyriausybė ima pirkti daugiau prekių ir paslaugų. Kaip ir investicinių išlaidų atveju, tokios išlaidos tampa kieno nors pajamomis. Jų gavėjai vartoja jas taip pat, kaip vartojo pajamas, atsirandančias iš privačių investicijų. Taigi investicijų multiplikatorius taikytinas vyriausybės išlaidoms lygiai taip pat, kaip taikomas privačioms investicijoms[10]. Antra vertus, pajamų mokesčio padidėjimas sumažins visuminę paklausą, sumažindamas multiplikatoriaus dydį. Tos pajamų grandinės kiekvienoje grandyje nuotėkis į mokesčius bus vis didesnis, todėl suvartojamoji bendrųjų pajamų dalis kaskart vis mažės. Tai mažins multiplikatorių ir pajamas.

Išvada — tiek didesnės vyriausybės išlaidos, tiek žemesni mokesčių tarifai didina nominaliąsias pajamas. Kadangi vyriausybės išlaidų perviršis, palyginti su pajamomis, yra **deficitas**, tai iš to išplaukia, kad deficito di-

---

[9] Norint atsižvelgti į faktą, kad išlaidos importo prekėms tiesiogiai netampa JAV gyventojų pajamomis, V galėtų būti apibūdinta kaip ribinis polinkis vartoti šalyje pagamintas prekes ir paslaugas.

[10] Tarkime, kad vyriausybės išlaidos susideda iš transferinių išmokų*. Jos nėra laikomos BNP sudėtine dalimi. Taigi BNP padidės tik tada, kai tų išmokų gavėjai jas išleis. Kadangi pirmojo nario aukščiau pateiktoje formulėje šiuo atveju nebus, tai vyriausybės transferinių išmokų multiplikatorius bus mažesnis negu tada, kai vyriausybė perka naujai pagamintas prekes arba sukurtas paslaugas.

* Nacionalinių pajamų perskirstymo forma, siekiant sudaryti socialines garantijas (pensijos veteranams, nedarbo pašalpos, motinystės pašalpos ir pan.). — Red. past.

dėjimas didina nominaliąsias pajamas. Tačiau, kaip matysime kitame skyriuje, didėjantis deficitas didina ir palūkanų normą. Todėl didesnės palūkanų normos pasekmės eliminuos dalį (ko gero, didelę dalį) deficito sukeliamo plėtros efekto.

Nors požiūris, kad deficitas didina nominaliąsias pajamas, ekonomistų plačiai pripažįstamas, ne visi su juo sutinka. Tokį požiūrį ėmėsi kvestionuoti Robertas Baras (Robert Barro) iš Harvardo universiteto. Jo argumentas, vadinamoji **Rikardo ekvivalentiškumo teorema**, skelbia, kad žmonės žvelgia toli į ateitį. Kai vyriausybė susiduria su deficitu, jos nariai suvokia, kad jie arba jų palikuonys privalės sumokėti tą skolą arba nuolat turės mokėti už ją palūkanas. Kadangi nenori užkrauti tokios naštos palikuonims, jie padidina savo santaupas tiek, kad palikuonys neliktų praskolinti. Jie sumažina savo vartojimą tokiu dydžiu, koks yra vyriausybės deficitas. Pasekmė — deficitas nedidina pajamų. Tokį įrodinėjimą daugelis ekonomistų karštai ginčija, abejodami dėl žmonių sugebėjimo numatyti taip toli ir jų polinkio taip rūpintis palikuonimis.

Paskutinis visuminės paklausos elementas yra grynasis eksportas, tai yra eksportas minus importas. Sakysime, kad JAV eksportas padidėjo. Tas eksporto prekes gaminusiųjų pajamos dabar padidės, ir dalį tų pajamų jie išleis vartojimui, dėl to vėl susidarys multiplikatoriaus grandinė. Kitas — neigiamas — grynojo eksporto komponentas yra importas. Išmokas užsieniečiams galima traktuoti kaip atitinkamą JAV gautų pajamų sumažinimą, taigi importo sumą reikėtų atimti iš Jungtinių Valstijų visuminės paklausos ir nominaliųjų pajamų. (Tai nebūtinai reiškia, kad importo didėjimas mažina realiąsias pajamas.)

PAJAMŲ STABILUMAS

Multiplikatorius rodo, kad vieno dolerio dydžio investicijos padidina nominaliąsias pajamas daugiau negu vienu doleriu. Iš akceleratoriaus sužinome, kad vartojimui, taigi gamybai išleistas doleris gali padidinti investicijas daugiau negu vienu doleriu. Visa tai gali sudaryti pavojingą padėtį. Tarkime, kad investicijos padidėjo 1 mlrd. dolerių. Jei multiplikatorius lygus 2, tai visuminė paklausa padidės 2 mlrd. dolerių. Iš to kylanti produkcijos prieaugiui pagaminti reikalinga kapitalo paklausa investicijas gali padidinti net, tarkime, 10 mlrd. dolerių; tai vėl padidins pajamas bei vartojimą ir taip toliau. Jei ribinio polinkio vartoti bei kapitalo koeficiento skaičiai pakankamai dideli, tai multiplikatoriaus ir akceleratoriaus sąveika gali pastūmėti pajamas aukštyn arba žemyn baisiai smarkiai.

Taip gali, bet neturėtų atsitikti. Jei žmonės spręstų, kiek jiems išleisti vartojimui, žiūrėdami vien į savo dabartines pajamas, ribinis polinkis vartoti būtų labai didelis. Tačiau tarkime, kad vartojimas priklauso nuo pajamų, gaunamų per ilgą laiką, arba nuo turto, kaip teigia nuolatinių pajamų

bei gyvenimo ciklo teorijos. Jei taip, tai vartojimas daug nepadidės, kai laikinai padidės pajamos. Tokiu atveju trumpo laikotarpio ribinis polinkis vartoti yra mažas, todėl ir multiplikatorius yra mažesnis. Analogiškai galime tarti, kad užuot nedelsdamos reagavusios į paklausos padidėjimą, firmos dėl jau aukščiau minėtų priežasčių priderina prie jos nuosavojo kapitalo dydį tik iš lėto, ir trumpo laikotarpio akceleratoriaus poveikis bus mažesnis. Tai irgi mažina drastiškų svyravimų tikimybę. Be to, kaip aptarsime 16 skyriuje, kai vartojimas arba investicijos didėja, didėja ir palūkanų norma, o tai mažina pajamų prieaugį.

PAJAMŲ IR IŠLAIDŲ TEORIJA BEI KIEKYBINĖ TEORIJA

Šiame skyriuje pateikėme dvi teorijas — kiekybinę teoriją ir pajamų ir išlaidų teoriją. Natūralu dabar klausti, kuri iš jų tikroji. Tačiau nebūtinai privalome manyti, jog viena iš tų teorijų yra tikra, o kita — netikra. Abi gali būti naudingos; naudingumas, o ne vien tikrumas ir turėtų būti tikrasis kriterijus, kai reikia pasirinkti teoriją. Abi teorijos nėra tokios siauros ir specialios, kad teigtų: „Jei yra x, turi būti ir y“. Jos teigia daug daugiau. Jos atstoja tyrimo strategiją ir parodo mums, kurie kintamieji yra svarbūs, kai norime suprasti arba numatyti pajamų pokyčius.

Kiekybinė teorija rekomenduoja pažvelgti į pradinius pinigų kiekio pokyčius, o pajamų ir išlaidų teorija atkreipia mūsų akis į tas paskatas, kurios sąlygoja vartojimą ir investicijas — į ribinį polinkį vartoti, į ribinį investicijų efektyvumą, į palūkanų normą ir t. t. Bet, kaip aiškinsimės kitame skyriuje, palūkanų norma iš dalies priklauso nuo realiojo pinigų kiekio. Vadinasi, pinigų kiekis yra vienas iš kelių pajamų ir išlaidų teorijos kintamųjų, kurie aiškina pajamas. Daugelis ekonomistų, kurie laikosi pajamų ir išlaidų teorijos, yra įsitikinę, kad pinigų kiekio pokyčiai yra svarbus, bet paprastai ne svarbiausias veiksnys, aiškinant pajamų pokyčius.

Antroji diskusijos dalyvių pusė, kiekybinės teorijos šalininkai, labiau domisi pinigų pasiūla ir paklausa. Jie neneigia, kad tokie kintamieji, kaip ribinis polinkis vartoti bei ribinis investicijų efektyvumas, iš esmės gali sukelti tam tikrus pajamų pokyčius. Tie kintamieji veikia keisdami palūkanų normą. Tarkime, kad vyriausybės išlaidos padidėja. Kai vyriausybė, norėdama apmokėti padidėjusias išlaidas, ima pardavinėti obligacijas, palūkanų norma pakyla. Dėl to sumažėja Kembridžo lygties koeficientas k, taigi pajamos padidėja. Analogiškai sustiprėję veiksniai, skatinantys investicijas arba vartojimą, didina pajamas tiek pagal kiekybinę, tiek pagal Keinso teoriją. Bet „kiekybininkai“ yra įsitikinę, kad palūkanų normos pokyčių poveikis pajamoms yra palyginti nežymus; taip esą dėl to, kad pinigų apyvartos greitis menkai reaguoja į palūkanų normos pokyčius, arba dėl to, kad atitinkama palūkanų norma — laukiamoji realioji palūkanų norma — pati

mažai tesikeičia. Tuo pačiu metu pinigų kiekis dažnai kinta palyginti dideliais mastais ir esmingai veikia nominaliąsias pajamas. Iš to "kiekybininkai" daro išvadą, kad pinigų kiekis yra svarbiausias, nors ir ne vienintelis nominaliųjų pajamų kitimo veiksnys.

Dar vienas diskusijos aspektas yra patikimumas, kuris leidžia numatyti kintamuosius. Makroekonomikos teorija vertinga ne todėl, kad ji elegantiška teorija, į kurią, kaip ir į kai kurias matematikos teoremas, tiesiog malonu pažvelgti, bet todėl, kad ją galima pritaikyti praktiškai, tai yra, ja remiantis, galima numatyti nominaliųjų pajamų pokyčius ir varyti atitinkamą ekonomikos politiką. Kiekybinės teorijos šalininkai yra tikri, kad geriausiai galima numatyti nominaliųjų pajamų pokyčius, nustatant pinigų kiekio ir jų apyvartos greičio pokyčius. O pajamų ir išlaidų teorijos šalininkai teigia, kad tinkamesnė strategija yra nustatyti tokius kintamuosius, kaip ribinis polinkis vartoti.

Galima teigti, kad diskusija tarp pajamų ir išlaidų teorijos bei kiekybinės teorijos šalininkų nėra ginčas dėl to, kuri loginių samprotavimų grandinė yra tikresnė. Jei diskusija būtų dėl to, ji jau seniai būtų buvusi užbaigta, nes visi ekonomistai vadovaujasi tomis pačiomis logikos taisyklėmis. O ginčijamasi daugiausia dėl empirinių dalykų. Tokius ginčus išspręsti daug sunkiau. Prie to mes dar grįšime 18 skyriuje.

SANTRAUKA

1. Visuminė paklausa yra tapati su nominaliosiomis pajamomis.
2. Visuminę paklausą galima tirti remiantis pinigais, naudojantis kiekybinės teorijos lygtimis $PA = YK$ arba $P = kYK$, arba naudojantis sandėrių apyvartos greičiu $PA' = KS$.
3. Kiekybinė teorija nominaliųjų pajamų pokyčius aiškina pinigų pasiūlos pokyčiais. Pagal šią teoriją Keinso kintamieji, pavyzdžiui, vyriausybės išlaidos bei ribinis polinkis vartoti, veikia pajamas per palūkanų normą. Tačiau kiekybinės teorijos šalininkai yra įsitikinę, kad tas poveikis yra daug menkesnis negu pinigų pasiūlos poveikis.
4. Vartojimas priklauso nuo grynųjų pajamų, turto, likvidumo, palūkanų normų ir gyventojų amžiaus struktūros. Nuolatinių pajamų teorija tvirtina, kad tinkamiausias pajamų rodiklis yra ilgo laikotarpio pajamos, o gyvenimo ciklo hipotezė lemiamu vartojimo veiksniu laiko ne dabartines pajamas, o žmogaus per visą gyvenimą sukauptą turtą.
5. Investicijos yra pagrindinio kapitalo didinimo procesas. Jos priklauso nuo ribinio investicijų efektyvumo ir nuo kapitalo naudojimo išlaidų. Akceleratoriaus principas gretina ketinamą turėti kapitalo dydį su gamybos apimtimi. Nepaisant to, investicijos nebūtinai labai smarkiai kinta.
6. Teorija *q* sudaro galimybę suformuluoti investicijų teoriją remiantis akcijų biržoje susiklostančia verte. Investicijos yra daromos tik tada, kai naujos firmos kūrimo išlaidos yra mažesnės už kainą, už kurią gali būti parduodamos naują firmą atitinkančios akcijos.

7. Investicijų multiplikatorius gretina vartojimą su investicijomis, vyriausybės išlaidomis ir grynuoju eksportu. Multiplikatoriaus ir akceleratoriaus sąveika iš esmės gali sukelti drastiškus pajamų pokyčius. Bet tokia galimybė bus mažesnė, jei investicijos bus daromos su tam tikru atsilikimu ir jei vartojimas daugiau priklausys nuo ilgo laikotarpio pajamų arba turto, o ne nuo dabartinių pajamų.

PAGRINDINIAI TERMINAI

Kembridžo lygtis	Cambridge equation
Kembridžo lygties koeficientas *k*	Cambridge *k*
pajamų apyvartos greitis	income velocity
sandėrių apyvartos greitis	transactions velocity
pajamų ir išlaidų teorija	income-expenditure theory
kiekybinė teorija	quantity theory
vartojimo funkcija	consumption function
nuolatinių pajamų teorija	permanent-income theory
gyvenimo ciklo hipotezė	life-cycle hypothesis
ribinis kapitalo produktyvumas	marginal productivity of capital
ribinis investicijų efektyvumas	marginal efficiency of investment
kapitalo naudojimo išlaidos	user cost of capital
Tobino koeficientas *q*	Tobin's *q*
akceleratorius	accelerator
multiplikatorius	multiplier

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Paaiškinkite sąryšį tarp visuminės paklausos ir nominaliųjų pajamų.
2. Paaiškinkite, ką reiškia pajamų apyvartos greitis. Tarkime, kad jūs norite sudaryti lygtį, nusakančią pinigų sąryšį su gamybos apimtimi ir vartojimo prekių kainomis. Kaip jūs tai darytumėte?
3. Savais žodžiais paaiškinkite pagrindinę kiekybinės teorijos mintį.
4. Kas, kaip teigia kiekybinė teorija, atsitiks su pajamomis, jei ribinis investicijų efektyvumas padidės? Kodėl?
5. Kokie pagrindiniai skirtumai tarp kiekybinės teorijos bei pajamų ir išlaidų teorijos?
6. Kas yra kapitalo naudojimo išlaidos?
7. Aptarkite ryšį tarp gamybos apimties ir investicijų.
8. Kokie veiksniai stabilizuoja pajamas, nepaisant multiplikatoriaus bei akceleratoriaus veikimo?

LITERATŪRA

Net keletas puikių makroekonomikos vadovėlių išsamiai aptaria medžiagą, kuri dėstoma šiame skyriuje. Tarp jų yra tokie: *Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer.* Macroeconomics (New York, McGraw-Hill, 1984); *Robert Hall, John Taylor.* Macroeconomics (New York, W. W. Norton, 1986); *Robert Gordon.* Macroeconomics (Boston, Little, Brown, 1984). Klasikinį kiekybinės teorijos aptarimą žr. *Irving Fisher.* The Purchasing Power of Money (New York, Macmillan, 1911). Daugiau nuorodų į kiekybinę teoriją rasite 18 skyriaus „Literatūroje".

14
SKYRIUS

Visuminė paklausa ir palūkanų norma

Kaip išsiaiškinome ankstesniame skyriuje, vienas iš visuminę paklausą lemiančių kintamųjų yra palūkanų norma; knygoje apie pinigus ir bankus toks kintamasis vertas didesnio dėmesio. Pirmą kartą palūkanų normą nagrinėjome 4 skyriuje; ten aptarėme įvairių rūšių vertybinių popierių santykines palūkanų normas. Dabar panagrinėsime, kas lemia „grynąją" palūkanų normą, tai yra hipotetinę aktyvų be jokios rizikos ir be sandėrių išlaidų palūkanų normą.

Palūkanų normos veiksnių klausimas — keblus dalykas. Kad būtų paprasčiau, aptarkime penkis skirtingus atvejus. Pirmuoju atveju tarkime, kad pinigų pasiūla bei jų paklausa nekinta. Taip pat tarkime, kad palūkanomis gaunamos pajamos neapmokestinamos ir kad infliacijos kitimas neveikia polinkio vartoti arba ribinio investicijų efektyvumo. Antruoju atveju atsisakome prielaidos, kad pinigų pasiūla ir paklausa nekinta, bet vietoj šito darome prielaidą, kad nekinta kainos. Šią pastarąją prielaidą atmetame trečiuoju atveju, tardami, kad kainas visiškai laisvai nulemia rinka. Nei nekintamų kainų, nei absoliučiai laisvų kainų prielaidos nėra realu. Todėl ketvirtuoju atveju tariame, kad kainos yra nelanksčios — jos prisitaiko prie kintančių sąlygų iš lėto. Pagaliau penktuoju atveju įvedame pajamų mokesčius bei laukiamos infliacijos poveikį vartojimui ir investicijoms. Visais šiais atvejais pavyzdžiu imsime pinigų pasiūlos padidėjimą. Analogišką analizę, žinoma, būtų galima atlikti ir remiantis pinigų paklausos pokyčių pavyzdžiu. Tačiau prieš imdamiesi nagrinėti visus tuos atvejus, pirmiausia pasvarstykime, kodėl palūkanų norma yra tokia svarbi.

PALŪKANŲ NORMOS SVARBA

Palūkanų normos kitimas ekonomikai daro didelę įtaką. Pavyzdžiui, kai 8 dešimtmetyje ir 9 dešimtmečio pradžioje palūkanų normos netikėtai padidėjo, taupomosios įstaigos buvo tiesiog suniokotos. Jei jos būtų žinojusios, kokios nepastovios gali pasidaryti palūkanų normos, jos tikrai nebūtų drį-

susios imtis tokios didelės palūkanų normos rizikos. Panašiai ir silpnos ekonomikos šalių skolos nebūtų taip smarkiai padidėjusios, jeigu skolininkai arba skolintojai būtų žinoję, kokia didelė realioji palūkanų norma bus 9 dešimtmečio pradžioje. Viena iš lemtingiausių 9 dešimtmečio pradžios žemės ūkio krizės priežasčių buvo ta, kad daugelis ūkininkų buvo įsiskolinę per daug, nes tikėjosi, kad realioji palūkanų norma ir toliau bus žema.

Apskritai, palūkanų norma svarbi dėl dviejų priežasčių. Pirma, palūkanų norma yra kaina, mokama už tai, kad prekes arba išteklius įsigyjame dabar, o ne ateityje. Kitaip tariant, palūkanų norma nusako ateities prekių arba išteklių kainą, naudojantis galimybe įsigyti jas dabar. Net jei nėra jokios infliacijos, kitų metų doleris šiandien jums vertas mažiau nei doleris šiemet. Mūsų ekonomikoje apstu būsimųjų gėrybių mainymo į dabartines gėrybes. Žmonės turi apsispręsti, ar vartoti daugiau dabar, ar taupyti ir daugiau vartoti ateityje, daugiau dirbti šiemet ar kitąmet. Firmos jau šiandien turi mokėti, kad galėtų gaminti prekes, kurios bus užbaigtos ateityje. Vadinasi, palūkanų norma yra tokia kaina, kuri paprastai įsispraudžia į kiekvieną ūkio kertelę ir plyšelį.

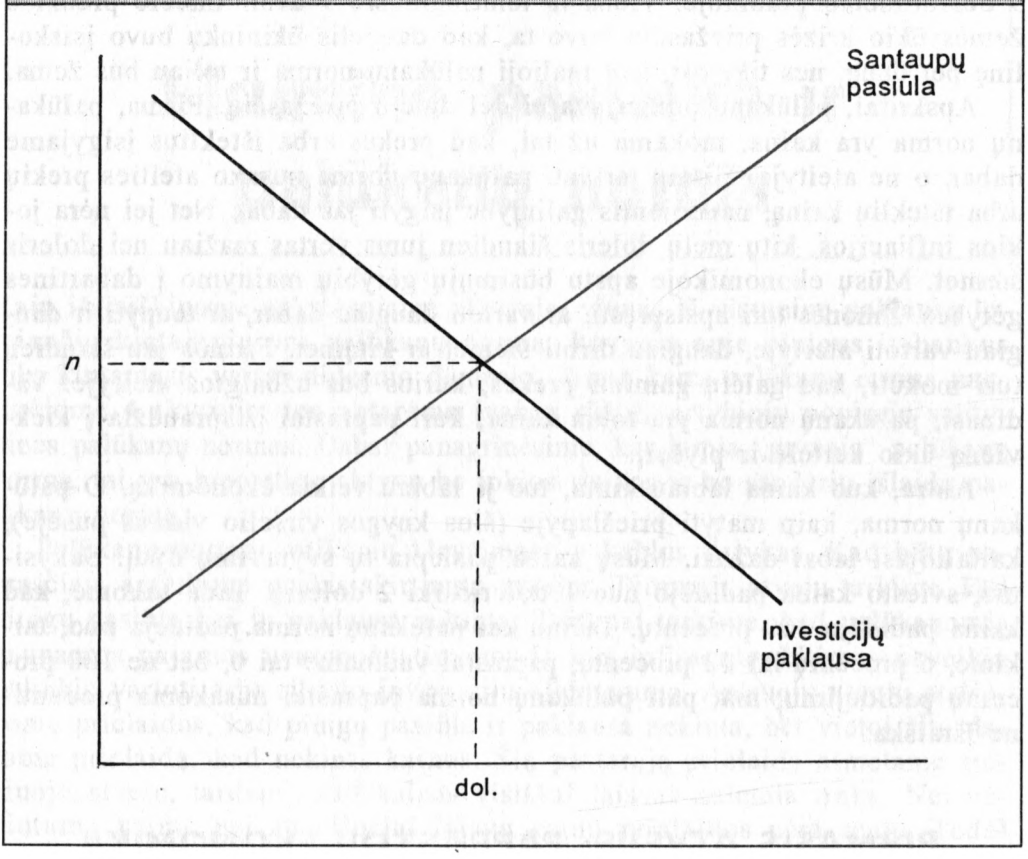
Antra, kuo kaina labiau kinta, tuo ji labiau veikia ekonomiką. O palūkanų norma, kaip matyti priešlapyje (šios knygos viršelio vidaus pusėje), kaitaliojasi labai dažnai. Mūsų kalba paslepia tų svyravimų dydį. Sakysime, sviesto kaina padidėjo nuo 1 dolerio iki 2 dolerių. Tada sakome, kad kaina padidėjo 100 procentų. Tačiau kai palūkanų norma padidėja nuo, tarkime, 6 procentų iki 12 procentų, paprastai vadiname tai 6, bet ne 100 procentų padidėjimu; mat pati palūkanų norma paprastai nusakoma procentine išraiška.

PIRMASIS ATVEJIS: PAPRASTOJI EKONOMIKA

Palūkanų normos, kaip ir kitų kainų pokyčiai, yra pasiūlos ir paklausos pokyčių pasekmė. Paprastojoje ekonomikoje, kurioje pinigų pasiūla bei paklausa nekinta, vieninteliai skolinamųjų lėšų pasiūlos pokyčiai yra žmonių verslo ir vyriausybės grynosios santaupos (teigiamosios santaupos minus neigiamosios santaupos). Vienintelius skolinamųjų lėšų paklausos pokyčius sukelia investuotojai, tarkime, tokie, kaip nekilnojamąjį turtą perkantys žmonės, naujas įmones statančios firmos ir naujus kelius tiesiančios vyriausybės.

Vadinasi, palūkanų norma gali pakisti tik dėl to, kad pasikeis grynosios santaupos arba investicijos. Taupantieji siūlo savo santaupas (už tam tikrą kainą — palūkanų normą) tiems, kas nori skolintis. Kaip parodyta 14.1 diagramoje, palūkanų norma bus pusiausvira tame taške, kuriame visuminės santaupos taps lygios investuotojų numatomai investuoti bendrajai sumai.

14.1 diagrama. Santaupų pasiūla, investicinių lėšų paklausa ir palūkanų norma. Palūkanų normą lemia santaupų pasiūla ir investicinių lėšų paklausa



Tarkime, kad grynosios santaupos padidėjo. Dabar grynosios santaupos prašoks jų paklausą, todėl santaupų teikėjai turės sumažinti kainą (tai yra palūkanų normą). Mažesnė palūkanų norma paskatins investicijas, tačiau taupymą gali pristabdyti, kol santaupų pasiūla ir paklausa vėl pasieks pusiausvyrą.

ANTRASIS ATVEJIS: TVIRTŲ KAINŲ EKONOMIKA IR KINTANTI PINIGŲ PASIŪLA BEI PAKLAUSA

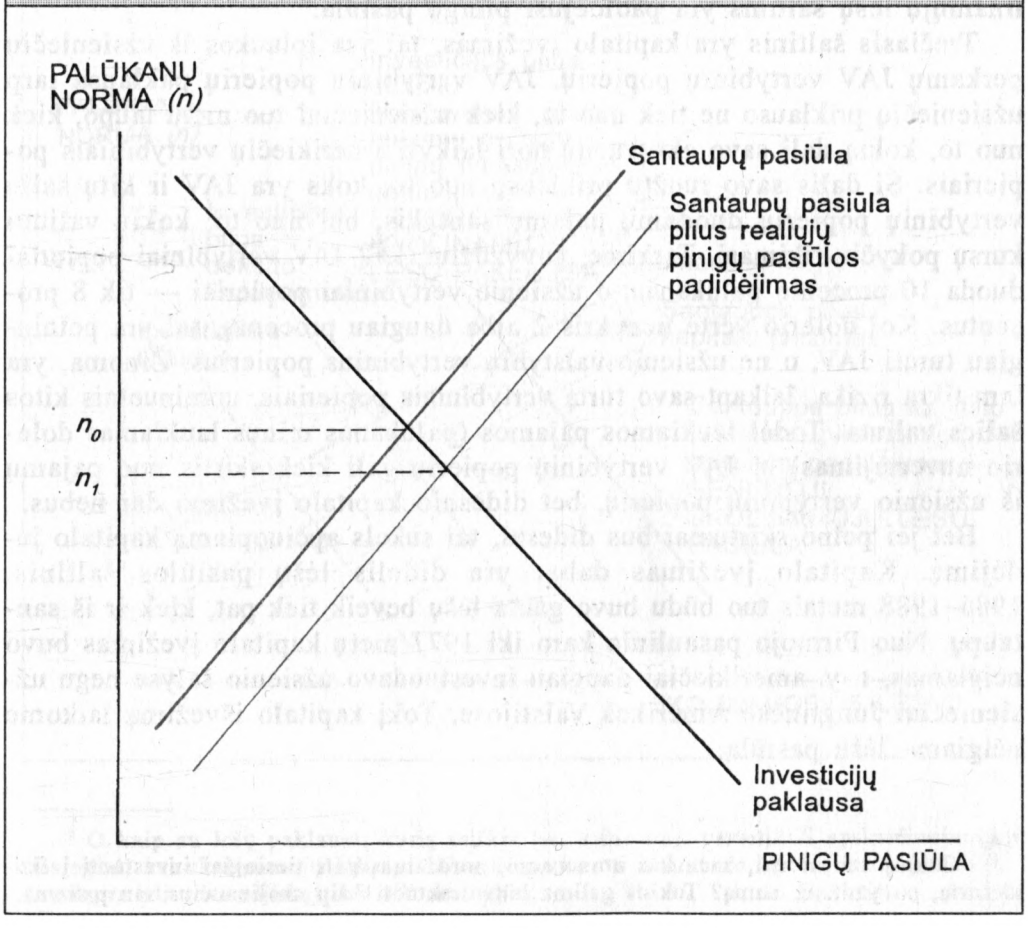
Nerealu, žinoma, tikėtis, kad realioje ekonomikoje būtų nekintanti pinigų pasiūla ir paklausa, kaip apsibrėžėme pirmuoju atveju. Ženkime dabar dar vieną žingsnį ir tarkime, kad pinigų pasiūla bei jų paklausa kinta.

Jei pinigų pasiūla kinta, o kainos nesikeičia, palūkanų norma priklausys ne vien tik nuo santaupų pasiūlos bei investicijų paklausos. Ją veiks ir pinigų pasiūlos bei paklausos pokyčiai. Tarkime, pavyzdžiui, kad FRS padidina bankų rezervus, ir bankai dėl to padidina pinigų pasiūlą. Jie tai daro suteikdami daugiau paskolų arba pirkdami daugiau vertybinių popierių. Abiem atvejais skolinamųjų lėšų pasiūla padidės, kaip parodyta 14.2 diagramoje, ir palūkanų norma turės sumažėti, kad skolinamųjų lėšų pasiūla bei paklausa vėl susilygintų.

Arba tarkime, kad visuomenė nori laikyti daugiau pinigų. To siekdami, žmonės susilaiko nuo savo pinigų skolinimo arba patys skolinasi. Šiaip ar taip žmonių norimas pasiskolinti pinigų kiekis padidėja, palyginti su norimu paskolinti, todėl palūkanų norma pakyla.

Iš to išplaukia, kad šioje kiek sudėtingesnėje ekonomikoje jau nebegalima nustatyti palūkanų normos dydžio vien remiantis santaupų ir investi-

14.2 diagrama. Realiųjų pinigų pasiūlos didėjimas. Padidėjus pinigų pasiūlai, palūkanų norma sumažėja nuo n_0 iki n_1



cijų duomenimis. Vienas iš būdų aiškintis palūkanų normą tokioje ekonomikoje yra nustatyti bendrąją skolinamųjų lėšų pasiūlą ir paklausą; mes to pirmiausia ir imsimės. Kitas būdas, vadinamoji likvidumo pirmenybės teorija, duoda tokį pat atsakymą. Jis nustato pačių pinigų pasiūlą ir paklausą, nes pinigų pasiūlos ir paklausos atitikimas yra būtina palūkanų normos pusiausvyros sąlyga. Jei, pavyzdžiui, pinigų paklausa prašoka jų pasiūlą, palūkanų norma padidėja, nes žmonės parduoda vertybinius popierius, norėdami padidinti savo pinigines lėšas. Likvidumo pirmenybės teorija pasinaudosime po to, kai išnagrinėsime skolinamųjų lėšų pasiūlą ir paklausą.

Skolinamųjų lėšų pasiūla

Lėšos paskoloms teikti arba vertybiniams popieriams pirkti atsiranda iš trijų šaltinių. Vienas jų yra gyventojų ir firmų santaupos[1]. 1988 metais asmeninės santaupos sudarė maždaug ketvirtį bendrųjų santaupų, verslo dalis buvo apie 90 procentų, o vyriausybės santaupos buvo neigiamos. Antrasis skolinamųjų lėšų šaltinis yra padidėjusi pinigų pasiūla.

Trečiasis šaltinis yra kapitalo įvežimas, tai yra įplaukos iš užsieniečių perkamų JAV vertybinių popierių. JAV vertybinių popierių paklausa tarp užsieniečių priklauso ne tiek nuo to, kiek užsieniečiai tuo metu taupo, kiek nuo to, kokią dalį savo aktyvų jie nori laikyti amerikiečių vertybiniais popieriais. Ši dalis savo ruožtu priklauso nuo to, koks yra JAV ir kitų šalių vertybinių popierių duodamų pajamų santykis, bei nuo to, kokių valiutų kursų pokyčių tikimasi. Tarkime, pavyzdžiui, kad JAV vertybiniai popieriai duoda 10 procentų palūkanas, o užsienio vertybiniai popieriai — tik 8 procentus. Kol dolerio vertė nenukris 2 arba daugiau procentų, tol yra pelningiau turėti JAV, o ne užsienio valstybių vertybinius popierius. Žinoma, yra tam tikra rizika, laikant savo turtą vertybiniais popieriais, nominuotais kitos šalies valiuta. Todėl laukiamos pajamos (palūkanos minus laukiamas dolerio nuvertėjimas) iš JAV vertybinių popierių gali kiek skirtis nuo pajamų iš užsienio vertybinių popierių, bet didesnio kapitalo įvežimo dar nebus.

Bet jei pelno skirtumai bus didesni, tai sukels apčiuopiamą kapitalo judėjimą. Kapitalo įvežimas dabar yra didelis lėšų pasiūlos šaltinis. 1986–1988 metais tuo būdu buvo gauta lėšų beveik tiek pat, kiek ir iš santaupų. Nuo Pirmojo pasaulinio karo iki 1977 metų kapitalo įvežimas buvo neigiamas, t. y. amerikiečiai daugiau investuodavo užsienio šalyse negu užsieniečiai Jungtinėse Amerikos Valstijose. Tokį kapitalo išvežimą laikome neigiama lėšų pasiūla.

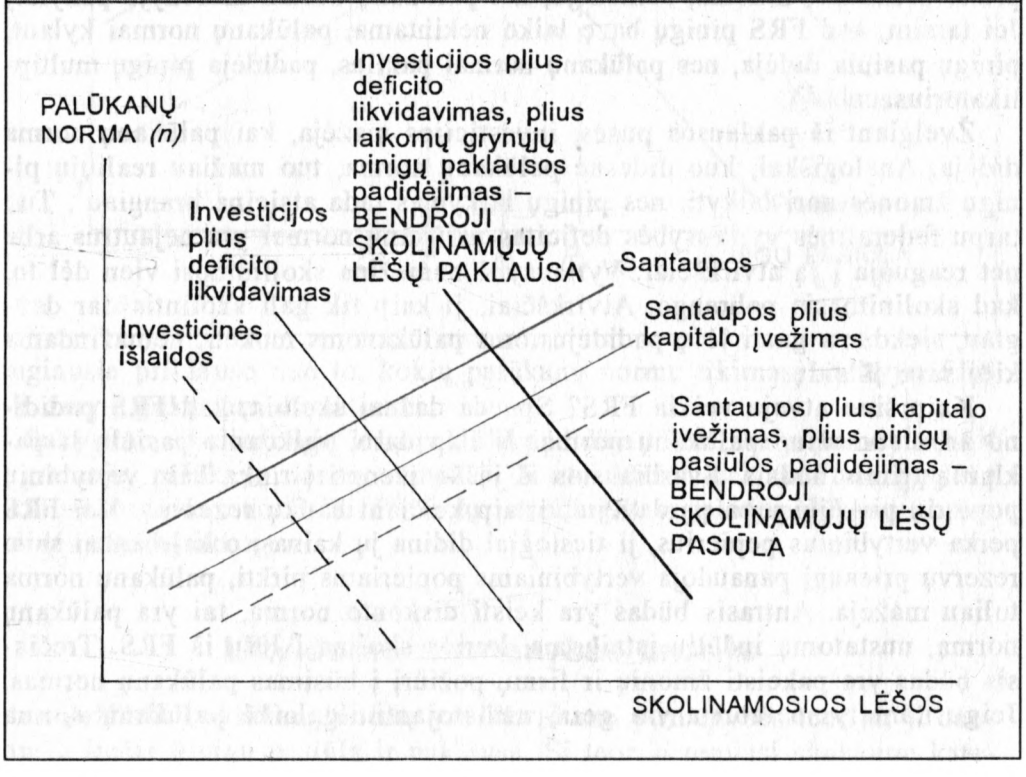
---

[1] O kaip tuo atveju, kada kas nors taupo, norėdamas pats tiesiogiai investuoti į fizinį turtą, pavyzdžiui, namą? Tokius galima būtų traktuoti kaip skolinančius sau patiems.

Skolinamųjų lėšų paklausa

Skolinamųjų lėšų paklausa susideda iš kelių komponentų. Vieną jų sudaro investuotojai, kurie nori pirkti fizinį turtą nuo branduolinių jėgainių iki gėlininko rožynų. Antrasis komponentas yra deficitas, kurį vyriausybė (federalinė, valstijų bei vietinė valdžia) turi finansuoti skolintomis lėšomis. Pagaliau kai kurie gyventojai ir firmos skolinasi arba sumažina savo pačių kitiems skolinamas sumas, siekdami padidinti laikomus realiuosius pinigus. Laikyti tam tikrą kiekį grynųjų pinigų yra naudinga, nes taip sumažinamos sandėrių išlaidos bei rizika, net jeigu dėl to prarandama palūkanų[2].

14.3 diagrama. Palūkanų normos veiksniai: skolinamųjų lėšų aspektas. Skolinamųjų lėšų pasiūlos vertę sudaro trys komponentai: santaupos, kapitalo įvežimas ir pinigų pasiūlos didėjimas. Paklausos kreivės komponentai yra investicijos, vyriausybės deficitas ir laikomų grynųjų pinigų paklausos didėjimas. Palūkanų norma nusistoja pasiūlos ir paklausos kreivių susikirtimo taške



[2] O kaip su lėšų paklausa, kurią reiškia tie, kurie nori vartoti? Ji apskaičiuojama netiesiogiai, kai skolinamųjų lėšų pasiūlos komponentu imame ne bendrąsias pajamas (t. y. santaupas plius vartojimą), bet tik santaupas.

Pasiūla ir paklausa skolinamųjų lėšų rinkoje

Taigi nustatėme, kokie veiksniai lemia palūkanų normą: 1) santaupų pasiūla, 2) pinigų pasiūlos pokyčiai, 3) grynasis kapitalo įvežimas arba išvežimas, 4) investicinių lėšų paklausa, 5) vyriausybės deficitas, 6) laikomų pinigų paklausos pokyčiai. Kaip paprastai, pasiūlą su paklausa galime parodyti kartu; šįkart parodysime 14.3 diagramoje; kainą, šiuo atveju palūkanų normą, atidėsime vertikaliojoje ašyje. Tada pusiausviroji palūkanų norma bus ta, kuriai esant, pasiūla lygi paklausai. Tokioje diagramoje pajamas, turtą bei kainas laikome nekintamais dydžiais.

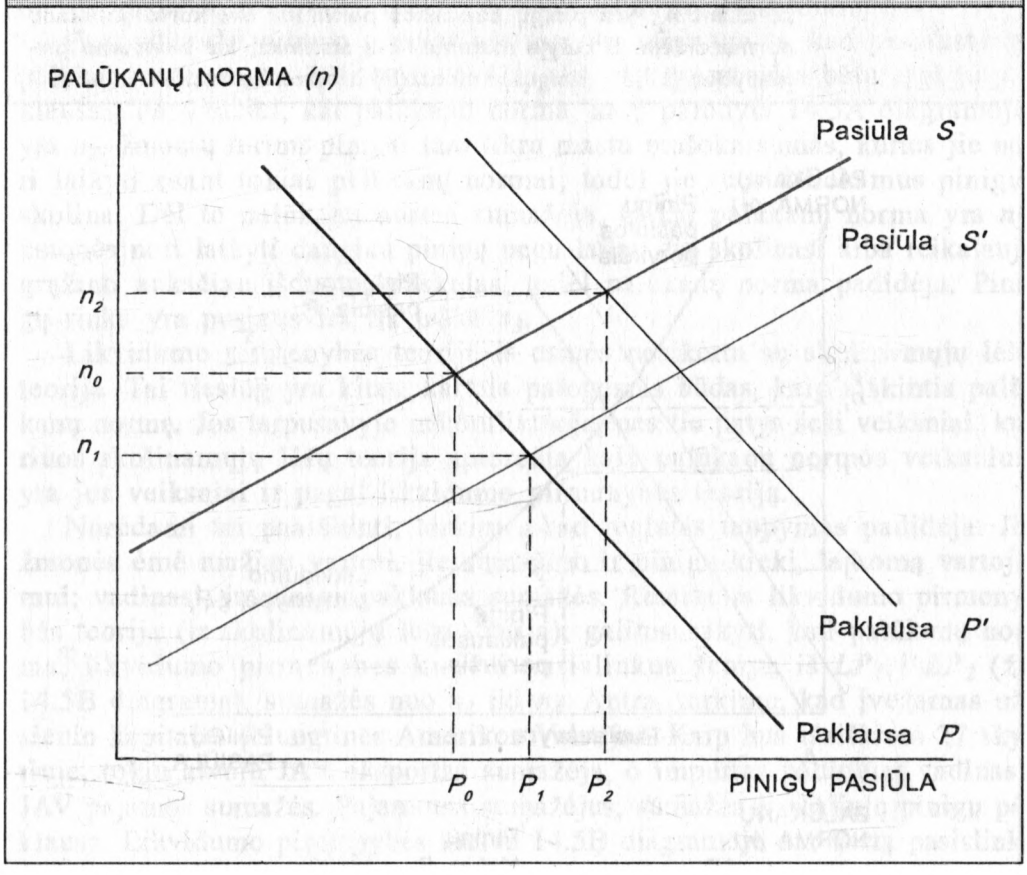
Kas lemia šių kreivių nuolydį? Anaiptol nesame tikri, kad žmonės taupo daugiau, kai palūkanų norma didėja; tačiau, gal kiek ir vienašališkai, bet sprendžiame, kad 14.3 diagramoje vaizduojamu atveju jie taip daro. Kapitalo įvežimas yra JAV palūkanų normos teigiama funkcija. Kai palūkanų norma Amerikoje didesnė, užsieniečiams apsimoka turėti daugiau JAV vertybinių popierių, nepaisant tos rizikos, kad valiutų kursas gali keistis ir užsieniečių doleriniai aktyvai jų pačių nacionaline valiuta gali sumažėti. (Kapitalo įvežimas, žinoma, sumažėja, kai palūkanų norma užsienyje pakyla.) Jei tarsim, kad FRS pinigų bazę laiko nekintama, palūkanų normai kylant, pinigų pasiūla didėja, nes palūkanų normai pakilus, padidėja pinigų multiplikatorius.

Žvelgiant iš paklausos pusės, investicijos mažėja, kai palūkanų norma didėja. Analogiškai, kuo didesnė palūkanų norma, tuo mažiau realiųjų pinigų žmonės nori laikyti, nes pinigų laikymas tada atsieina brangiau[3]. Tuo tarpu federalinės vyriausybės deficitas palūkanų normai yra nejautrus arba net reaguoja į ją atvirkščiai. Vyriausybė nemažina skolinimosi vien dėl to, kad skolinimasis pabrango. Atvirkščiai, ji kaip tik gali skolintis dar daugiau, siekdama gauti lėšų padidėjusioms palūkanoms mokėti, nemažindama kitų savo išlaidų.

Kaip šiuo atveju veikia FRS? Spauda dažnai skelbia, kad FRS padidino arba sumažino palūkanų normą. Ji taip daro, veikdama pasiūlą ir paklausą trimis būdais. Svarbiausias iš jų — įžengti į rinką kaip vertybinių popierių pirkėjui arba pardavėjui, šitaip keičiant bankų rezervus. Kai FRS perka vertybinius popierius, ji tiesiogiai didina jų kainas, o kai bankai savo rezervų prieaugį panaudoja vertybiniams popieriams pirkti, palūkanų norma toliau mažėja. Antrasis būdas yra keisti diskonto normą, tai yra palūkanų normą, nustatomą indėlių įstaigoms, kurios skolinasi lėšų iš FRS. Trečiasis būdas yra pakeisti žmonių ir firmų požiūrį į būsimas palūkanų normas. Jeigu numatymo teorija yra gera, nusistojanti ilgalaikė palūkanų norma

[3] Bet juk ne tik grynieji pinigai, bet ir kai kurios kitos pinigų formos teikia palūkanas. Tad argi palūkanų normos padidėjimas gali smarkiai skatinti žmones pereiti nuo pinigų prie obligacijų? Ne visai taip. Pinigų duodama palūkanų norma atsilieka nuo vertybinių popierių palūkanų normos. Todėl kylant obligacijų palūkanų normai, visada apsimoka pinigais laikomus aktyvus perkelti į obligacijas.

14.4 diagrama. Pusiausvyra pinigų rinkoje. Palūkanų norma yra pusiausvira tame taške, kuriame pinigų pasiūla ir jų paklausa yra lygios



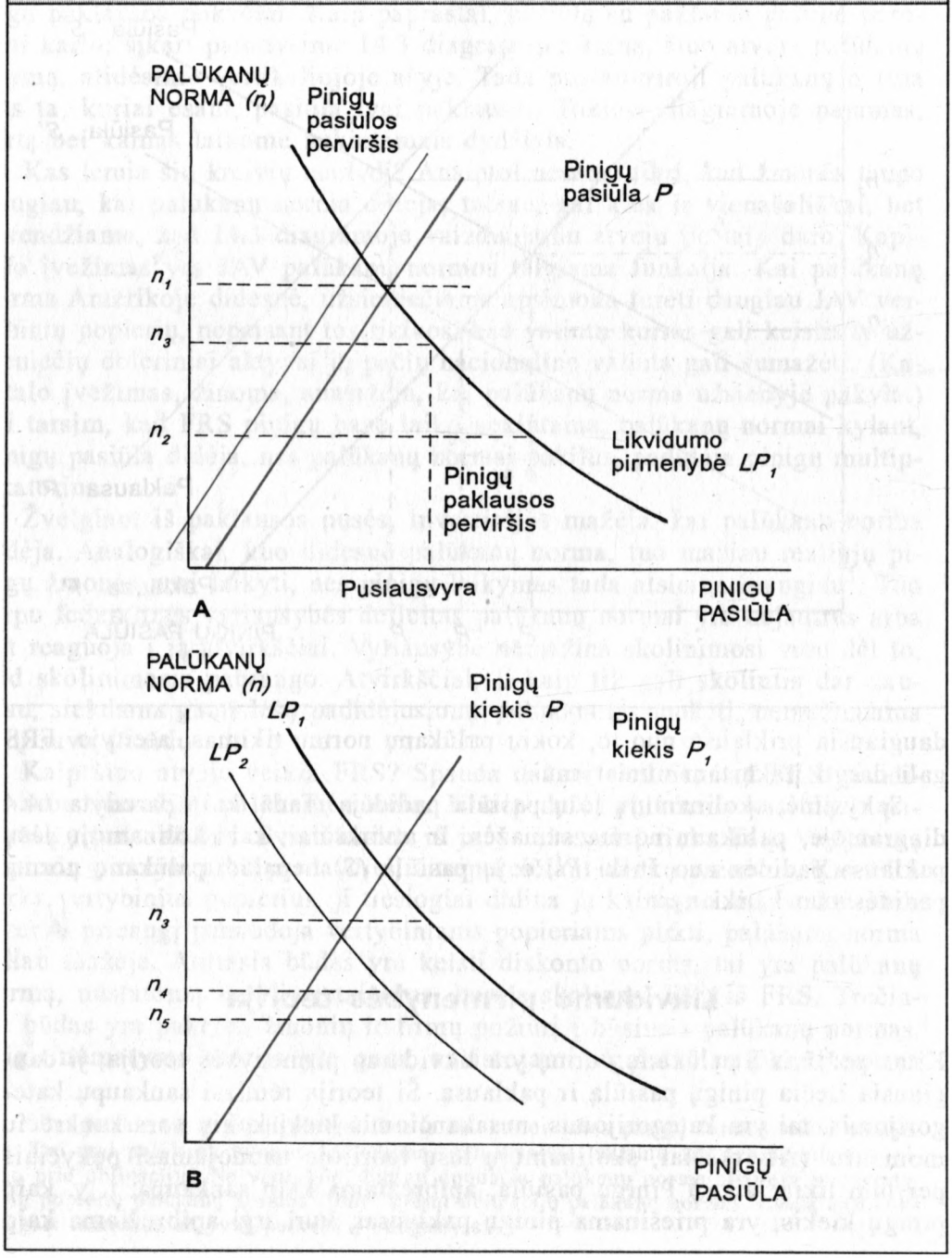
daugiausia priklauso nuo to, kokių palūkanų normų tikimasi ateityje. FRS gali daryti įtaką tam numatymui.

Sakysime, skolinamųjų lėšų pasiūla padidėja. Tada, kaip parodyta 14.4 diagramoje, palūkanų norma sumažės. Ir atvirkščiai, kai skolinamųjų lėšų paklausa padidės nuo P iki P^1, o jų pasiūla (S) nepakis, palūkanų norma padidės nuo n_0 iki n_2.

Likvidumo pirmenybės teorija

Kitas požiūris į palūkanų normą yra likvidumo pirmenybės teorija; ji daugiausia liečia pinigų pasiūlą ir paklausą. Ši teorija remiasi sankaupų kategorijomis, tai yra kategorijomis, nusakančiomis kiekį kokiu nors konkrečiu momentu. (Atvirkščiai, skolinamųjų lėšų teorijoje naudojamasi pokyčiais per tam tikrą laiką.) Pinigų pasiūla, apibrėžiama kaip sankaupa, t. y. kaip pinigų kiekis, yra priešinama pinigų paklausai, kuri irgi apibrėžiama kaip

14.5 diagrama. Pakeliui į pusiausvyrą. Esant palūkanų normai n_1 A dalyje, atsiranda pinigų pasiūlos perviršis, dėl kurio palūkanų norma mažėja. Esant n_2, yra pinigų paklausos perviršis, dėl kurio palūkanų norma didėja. B dalyje matome, kas atsitinka, kai likvidumo pirmenybės (LP) ir pinigų pasiūlos (P) kreivės keičiasi



sankaupa. Šitas dviejų teorijų skirtumas tėra išeities pozicijų reikalas. Kadangi srautas yra ne kas kita, kaip sankaupų pokytis, visada galima srauto teoriją performuluoti į sankaupų kategorijas ir atvirkščiai.

Pagrindinė likvidumo pirmenybės teorijos idėja yra ta, kad pusiausviroji palūkanų norma turi būti tokio dydžio, kad pinigų pasiūla būtų lygi jų paklausai. Pavyzdžiui, kai palūkanų norma, kaip parodyta 14.5A diagramoje, yra n_1, žmonių turimi pinigai tam tikru mastu prašoka sumas, kurias jie nori laikyti esant tokiai palūkanų normai; todėl jie tuos atliekamus pinigus skolina. Dėl to palūkanų norma sumažėja. O kai palūkanų norma yra n_2, žmonės nori laikyti daugiau pinigų negu laiko. Jie skolinasi arba reikalauja grąžinti anksčiau išduotas paskolas, todėl palūkanų norma padidėja. Pinigų rinka yra pusiausvira tik taške n_3.

Likvidumo pirmenybės teorija iš esmės nesikerta su skolinamųjų lėšų teorija. Tai tiesiog yra kitas, kartais patogesnis būdas, kaip aiškintis palūkanų normą. Jos tarpusavyje nekonfliktuoja, nes tie patys šeši veiksniai, kuriuos skolinamųjų lėšų teorija apibrėžia kaip palūkanų normos veiksnius, yra jos veiksniai ir pagal likvidumo pirmenybės teoriją.

Norėdami tai paaiškinti, tarkime, kad realusis taupymas padidėja. Jei žmonės ėmė mažiau vartoti, jie sumažino ir pinigų kiekį, laikomą vartojimui; vadinasi, jų pinigų paklausa sumažės. Remiantis likvidumo pirmenybės teorija (ir skolinamųjų lėšų teorija), galima sakyti, kad palūkanų norma, likvidumo pirmenybės kreivei pasislinkus žemyn iš LP_1 į LP_2 (žr. 14.5B diagramą), sumažės nuo n_3 iki n_4. Antra, tarkime, kad įvežamas užsienio kapitalas į Jungtines Amerikos Valstijas. Kaip bus išaiškinta 27 skyriuje, tokiu atveju JAV eksportas sumažėja, o importas padidėja; vadinasi, JAV pajamos sumažės. Pajamoms sumažėjus, sumažės ir realiųjų pinigų paklausa. Likvidumo pirmenybės kreivė 14.5B diagramoje dar kartą pasislinks žemyn, o palūkanų norma sumažės. Trečia, tarkime, kad realiųjų pinigų pasiūla padidėja nuo P iki P_1 (14.5B diagrama). Tada ir vėl palūkanų norma sumažės, šį kartą iki n_5.

Ketvirta, tarkime, kad investicijos padidėja. Norėdamos investuoti, firmos laikinai turi turėti daugiau realiųjų pinigų. Dėl to likvidumo pirmenybės kreivė pakyla aukštyn, taigi palūkanų norma padidėja. Penkta, jei vyriausybė, pirkdama daugiau prekių ir paslaugų, susikūrė deficitą, tų prekių ir paslaugų pardavėjai gauna daugiau pajamų, todėl padidėja ir realiųjų pinigų paklausa. Likvidumo pirmenybės kreivė dar kartą pakils aukštyn, padidės ir palūkanų norma[4]. Pagaliau, sakykime, kad žmonės nori laikyti daugiau realiųjų pinigų. Tai bus paprasčiausiai tas pats, kaip taupymas, kuris, kaip matėme, kilstelėjo likvidumo pirmenybės kreivę aukštyn.

---

[4] Griežtai kalbant, vyriausybės išlaidų padidėjimas tiesiogiai veikia ir palūkanų normą, nes daugiau išleisdama, vyriausybė turi turėti daugiau pinigų. O skaičiuojant vienam išlaidų vienetui, federalinė vyriausybė tų pinigų turi labai mažai, be to, į standartinį pinigų apibrėžimą vyriausybės laikomos pinigų sumos neįeina.

Taigi matome, kad visi kintamieji, kurie pagal skolinamųjų lėšų teoriją keičia palūkanų normą, tą patį daro ir pagal likvidumo pirmenybės teoriją. Ir atvirkščiai, du kintamieji iš likvidumo pirmenybės teorijos — pinigų pasiūla ir pinigų paklausa — naudojami ir skolinamųjų lėšų teorijoje.

Kai kurių kintamųjų poveikis palūkanų normai

Tik netiesiogiai į abi palūkanų normos teorijas įeina ribinis polinkis vartoti, obligacijų rizikingumas, pajamos iš pagrindinio kapitalo ir pajamų bei turto pokyčiai. Kaip reaguoja palūkanų norma į šių kintamųjų kitimą?

Ribinio polinkio vartoti padidėjimas mažina taupymą, ir tai, kaip sako ir sveikas protas, ir skolinamųjų lėšų teorija, didina palūkanų normą, nes mažėja skolinamųjų lėšų pasiūla. O dabar tarkime, kad obligacijos tapo rizikingesnės; taip galėjo atsitikti dėl to, kad palūkanų norma pasidarė nestabili. Norint, kad žmonės ir toliau laikytų obligacijas, nepaisydami padidėjusios rizikos, reikia padidinti už jas mokamas palūkanas.

Padidėjus ribiniam pagrindinio kapitalo produktyvumui, padaugėja investicijų, taigi padidėja ir skolinamųjų lėšų paklausa, dėl to savo ruožtu padidėja palūkanų norma. Be to, kadangi kapitalas dabar duos didesnes pajamas, žmonės panorės parduoti dalį obligacijų, kad galėtų pirkti daugiau pagrindinio kapitalo. Bet juk kas nors turi laikyti ir išleistąsias obligacijas. Vadinasi, obligacijų kaina turi kristi, kad jų pajamingumas padidėtų ir žmonės panorėtų tapti išleistų obligacijų savininkais.

Realiųjų pajamų didėjimo atvejis yra keblesnis. Pirma, joms padidėjus, padidėja ir realiųjų pinigų paklausa, o tai didina ir palūkanų normą. Antra vertus, esant didesnėms pajamoms, daugiau ir taupoma, dėl to mažėja palūkanų norma. Kuri iš galimų pasekmių paims viršų? Atsakyti į šį klausimą, remiantis skolinamųjų lėšų teorija, būtų gana keblu. Užtat nesunku tai padaryti, remiantis likvidumo pirmenybės teorija. Kai didėja realiosios pajamos, didėja ir realiųjų pinigų paklausa, jei realioji pinigų pasiūla nekinta. Iš to išplaukia, kad palūkanų norma turi pakilti.

Itin painus yra tas atvejis, kai padidėja turtas. Čia esminis klausimas, kokiu būdu turtas padidėjo. Tarkime, kad turto padaugėjo dėl to, kad vyriausybė išleido daugiau obligacijų[5]. Tai mažina mokesčius, ir dabar žmonės, užuot laikę namie sumokėtų mokesčių kvitus, laiko vyriausybės obligacijas. Jie nenorės laikyti viso savo turto prieaugio obligacijomis ir bandys įvairinti savo aktyvus — parduoti dalį obligacijų ir įsigyti kitų aktyvų, pavyzdžiui, korporacijų akcijų, namų, terminuotųjų indėlių ir pan. Jiems

[5] Dalis ekonomistų laikosi nuomonės, kad vyriausybės obligacijos nėra grynojo turto elementas. Jie teigia, kad nors vyriausybės obligacijos yra turtas jų pirkėjams, faktiškai jos nėra skolos mokesčių mokėtojams paliudijimas. Šiame skyriuje laikysimės prielaidos, kad mokesčių mokėtojai nemano, kad vyriausybės skolos sumažina jų pajamas.

pradėjus pardavinėti obligacijas, šių kaina krinta, todėl palūkanų norma ima didėti. Kitaip tariant, kai pagausėja obligacijų, jos turi duoti daugiau pajamų, kad žmonės norėtų jas pirkti.

Bet tarkime, kad turtas padidėjo dėl kitokios priežasties. Pavyzdžiui, pakilo akcijų kainos, ir bendroji akcijų paketų vertė tapo didesnė, arba, sakysim, padidėjo pinigų sankaupos. Šįkart žmonės įvairins aktyvus, papildomai pirkdami obligacijų, taigi jų kainos kils, o palūkanų norma mažės.

Palūkanų normos pokyčių seka

Tarkime, kad pinigų pasiūla padidėjo. Palūkanų norma turi kristi tiek, kad žmonės norėtų laikyti daugiau pinigų. Tai vadinama **likvidumo reiškiniu**. Reakcija į šį palūkanų normos sumažėjimą — padidėja ir vartojimas, ir investicijos, taigi padidėja pajamos. Pajamų padidėjimas padidina pinigų paklausą, o dėl to vėl padidėja palūkanų norma.

Į pirmykštę padėtį ji nesugrįš, o norėdami išsiaiškinti, kodėl, tarkime, kad taip vis dėlto atsitiko. Jei palūkanų norma vėl grįžtų į buvusį lygį, į ankstesnį lygį grįš ir vartojimas bei investicijos, taigi ir pajamos. Juk vienintelė jų padidėjimo priežastis buvo ta, kad sumažėjo palūkanų norma. O jei dabar pajamos ir palūkanų norma yra kokios buvusios, tai kas gi norės laikyti daugiau pinigų ir susivilios jų pasiūlos prieaugiu? Ankstesniu atveju žmonės norėjo laikyti daugiau pinigų todėl, kad pajamos buvo padidėjusios, o palūkanos — sumažėjusios. O dabartinėje hipotetinėje padėtyje, kai palūkanų norma yra grįžusi į ankstesnį lygį, paskatų laikyti daugiau pinigų nebėra. Vadinasi, pinigų pasiūla prašoks paklausą, ir palūkanų norma vėl turės mažėti.

TREČIASIS ATVEJIS: LANKSČIŲ KAINŲ EKONOMIKA

Šio atvejo aptarimą pradėsime remdamiesi prielaida, kad žmonės gerai numato infliacijos lygį; vėliau šią prielaidą atmesime. Tačiau visoje šioje dalyje laikysimės kitos prielaidos — tarsime, kad kainos yra visiškai lanksčios, kad jos visai nevaržomai kinta, tučtuojau susirasdamos reikiamą pusiausvyros lygį. Kai kainos visiškai lanksčios, pusiausvyra susidaro tik tada, kai nebėra laisvų gamybinių pajėgumų arba laisvos darbo jėgos. Jei laisvų gamybinių pajėgumų dar būtų likę, jų savininkai mažintų kainas ir siektų, kad tie ištekliai būtų įtraukti į gamybą, o darbo ieškantys žmonės sutiktų dirbti už mažesnį darbo užmokestį.

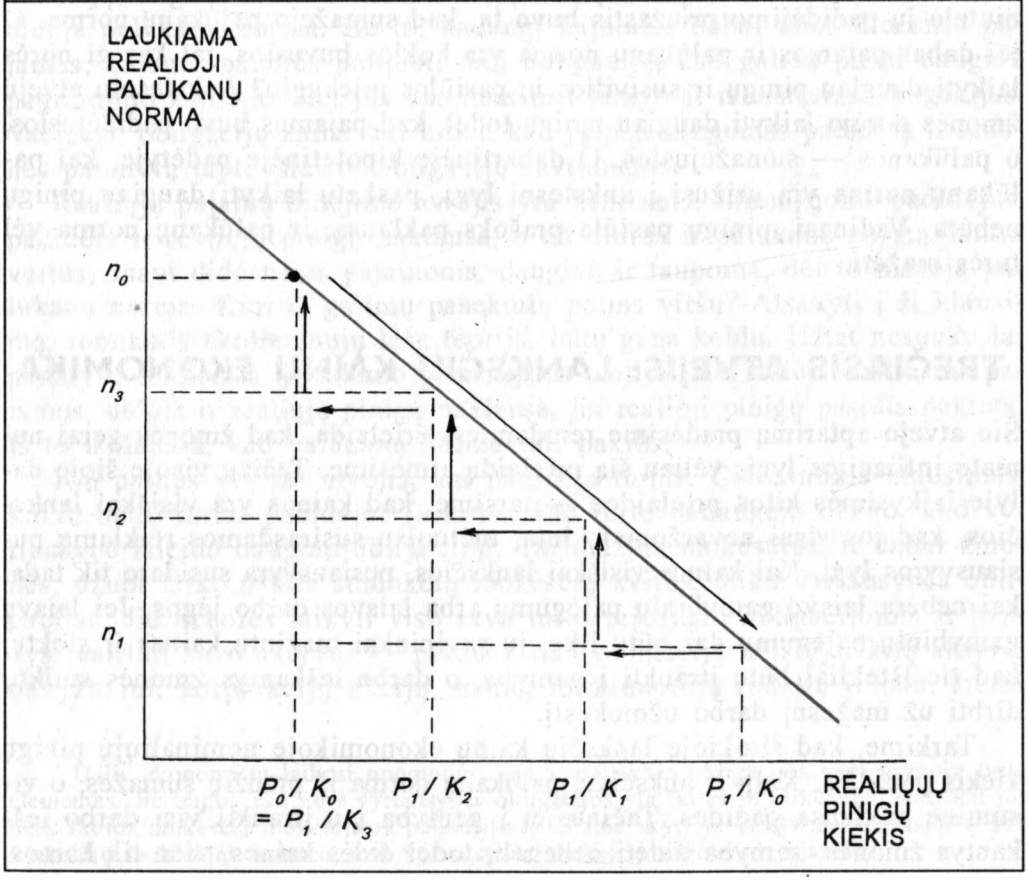
Tarkime, kad šitokioje lanksčių kainų ekonomikoje nominaliųjų pinigų kiekis padidėja. Kaip ir anksčiau, palūkanų norma iš pradžių sumažės, o visuminė paklausa padidės. Tačiau jei į gamybą jau įtraukti visi darbo ieškantys žmonės, gamyba didėti nebegali, todėl didės kainos, vien tik kainos.

Jos didėja tol, kol visuminė paklausa yra didesnė negu anksčiau buvusi. O visuminė paklausa bus didesnė už ankstesniąją tol, kol palūkanų norma bus žemiau savo ankstesniojo lygio.

Tačiau jei kainos ir toliau kils, realiųjų pinigų kiekis sumažės. Galų gale realiųjų pinigų vėl bus tiek pat, kiek buvo iki tol. Tada ir palūkanų norma taps tokia pat, kokia buvo prieš nominaliųjų pinigų pasiūlos padidėjimą. Taip būtinai turės būti, nes vienintelė priežastis, sukėlusi palūkanų normos sumažėjimą, buvo padidėjusi realiųjų pinigų pasiūla, o dabar tos priežasties nebeliko.

14.6 diagramoje parodyta, kas atsitiko. Pradžioje pinigų pasiūla padidėja nuo P_0/K_0 iki P_1/K_0. (Iškart po pinigų pasiūlos padidėjimo kainų lygis dar tebėra K_0, nes kainos dar nespėjo prisitaikyti.) Realiųjų pinigų pasiūlai padidėjus iki P_1/K_0, palūkanų norma sumažės nuo n_0 iki n_1. Dėl to visuminė paklausa padidės. Firmos padidins kainas iki K_1, ir realiųjų pinigų kie-

14.6 diagrama. Palūkanų normos kitimas. Padidėjusi pinigų pasiūla pradžioje sumažina palūkanų normą. Tačiau kainoms kylant, realiųjų pinigų kiekis mažėja tol, kol grįžta į anksčiau buvusį lygį. Tada palūkanų norma irgi grįžta į savo buvusį lygį



kis sumažės iki P_1 / K_1, o palūkanų norma padidės iki n_2. Bet kadangi ji vis tiek dar bus mažesnė už n_0, kainos didės toliau, ir realiųjų pinigų kiekis vis mažės. Tas pats bus ir esant n_3. Šis procesas baigsis tik tada, kai palūkanų norma grįš į n_0 lygį, o realiųjų pinigų kiekis — į P_0. Šitaip padidėjęs nominaliųjų pinigų kiekis proporcingai pakels visas kainas, o palūkanų norma liks nepakitusi.

Pinigų pasiūlos bei paklausos pokyčiai šiuo, trečiuoju, atveju visiškai neveikia palūkanų normos, ir viskas baigiasi tuo pačiu rezultatu, kaip ir pirmuoju atveju — palūkanų normos pusiausvyra priklauso tik nuo santaupų ir investicijų. Tas pirmojo ir trečiojo atvejo panašumas neturėtų stebinti; juk trečiuoju atveju, lygiai kaip ir pirmuoju, realiųjų pinigų pasiūla ir paklausa, išskyrus labai trumpą laikotarpį, nekinta. Vienintelis didesnis tų dviejų atvejų skirtumas yra tai, kad pirmuoju atveju nominaliųjų pinigų pasiūla yra pastovi, o trečiuoju atveju — didėja. Kadangi palūkanų normą lemia realiųjų pinigų pasiūla, tai jos pusiausvyros padėtis abiem atvejais susiklosto tokia pat[6].

Nominalioji ir realioji palūkanų norma

Aprašytuoju antruoju atveju, kuriame kainos buvo tvirtos, mums nereikėjo daryti skirtumo tarp realiosios ir nominaliosios palūkanų normos, o dabar teks tai skirti. Realioji palūkanų norma yra nominalioji palūkanų norma, patikslinta atmetant infliacijos poveikį, tai yra:

realioji palūkanų norma = nominalioji palūkanų norma – – infliacijos procentas,

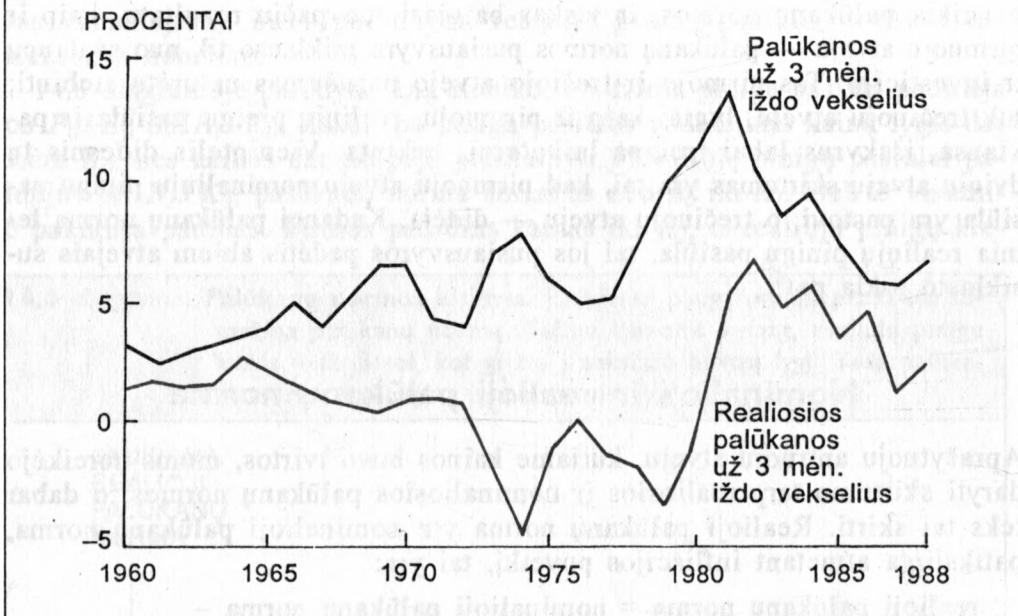
arba simboliais: $n^r = n - i$; čia n^r yra realioji palūkanų norma, n — nominalioji palūkanų norma, o i — infliacija[7]. Kodėl reikia atimti infliacijos procentą iš nominaliosios palūkanų normos, norint gauti realiąją palūkanų normą, geriausiai paaiškina toks pavyzdys. Tarkime, kad jūs kam nors paskolinote 100 dolerių su 8 procentų palūkanomis, kai infliacija sudarė 5 procentus. Metams pasibaigus, jums buvo grąžinta 108 doleriai; bet ne visi tie 8 papildomieji doleriai yra jūsų pajamos. Už 100 dolerių grąžinto kapitalo dabar nusipirksite ne daugiau, kaip už 95 dolerius būtumėte nusipirkęs metų pradžioje, todėl 5 dolerius iš gautųjų nominaliųjų palūkanų turite laikyti grąžinto jūsų pradinio kapitalo dalimi, o tikrosios palūkanos bus tiktai 3 doleriai.

---

[6] Norėdami įsitikinti, kad aprašytieji pokyčiai priklauso nuo realiųjų pinigų pasiūlos, o ne nuo nominaliųjų pinigų pasiūlos, užduokite sau tokį klausimą. Tarkime, kad padvigubėjo tiek nominaliųjų pinigų pasiūla, tiek visos kainos, visos pajamos ir visas turtas. Kodėl toks pokytis turėtų realiai pakeisti santaupas, investicijas ir pinigų paklausą?

[7] Griežtai kalbant, toks užrašymas tėra apytikris, nes jame nepaisoma infliacijos poveikio pačiam palūkanų mokėjimui. Bet Jungtinėms Amerikos Valstijoms būdingomis infliacijos sąlygomis tokia formulė yra pakankamai tiksli.

14.7 diagrama. Realiosios ir nominaliosios palūkanų normos. 7 ir 8 dešimtmetyje nominaliosios palūkanos už iždo vekselius didėjo, o realiosios — mažėjo. 9 dešimtmetyje nominalioji palūkanų norma mažėjo, bet realioji palūkanų norma didėjo, nes smarkiai krito infliacijos tempai



Šaltinis: Economic Report of the President, 1988.

Tas realiųjų ir nominaliųjų palūkanų skirtumas yra svarbu. Kaip matome 14.7 diagramoje, tos dvi palūkanų normos dažnai kinta savarankiškai. Antai, 4 dešimtmečio pradžioje realioji palūkanų norma buvo labai didelė, nors nominalioji palūkanų norma buvo žema. 8 dešimtmetyje tie, kas dairėsi į nominaliąją palūkanų normą, graudžiai skundėsi didelėmis palūkanomis, o realioji palūkanų norma buvo neregėtai žema; faktiškai keletą metų ji buvo net neigiama.

Kas svarbiau — nominalioji ar realioji palūkanų norma? Dažniausiai svarbesnė yra realioji palūkanų norma. Juk neabejotina, kad svarstydami, kuri palūkanų norma yra „padori“, kalbame apie realiąją palūkanų normą. 50 procentų palūkanų norma skolintojui yra saikinga, jei infliacija yra 48 procentai, o 2 procentų nominalioji palūkanų norma skolintojui duos daug pelno, jei kainų lygis kris 10 procentų. Apskaičiuojant visuminę paklausą, irgi svarbu žinoti realiąją palūkanų normą, tiksliau sakant, laukiamąją realiąją normą. Firma, kuri tikisi 10 procentų infliacijos, visai nesibaimins investuoti, jei palūkanų norma bus 12 procentų, o jei ji tikisi 2 procentų in-

fliacijos, tokiomis sąlygomis investicijų ji nedrįs imtis. Analogiškai ir šeima sutiks mokėti 15 procentų palūkanas, išsimokėtinai pirkdama automobilį, jei ji tikisi, kad po metų toks automobilis kainuos jau 12 procentų daugiau.

Fišerio reiškinys

Sakykime, kad pinigų pasiūla (taigi ir infliacija) padidėja 3 procentais, ir žmonės tai žino. Kadangi trečiuoju atveju darėme prielaidą, jog infliacijos pokyčiai nedaro poveikio polinkiui vartoti bei ribiniam investicijų efektyvumui, tai santaupos ir investicijos (o dėl to ir realioji palūkanų norma) dėl to infliacijos padidėjimo nepasikeis. Tačiau jeigu infliacija padidėjo 3 procentais, tai nesikeičianti realioji palūkanų norma reiškia, kad nominalioji palūkanų norma turi padidėti irgi 3 procentais. Žmonės prideda prie palūkanų normos 3 papildomus procentus, vadinamus **infliacijos priedu**. Mintis, kad infliacijos tempams keičiantis, realioji palūkanų norma nekinta, o nominalioji palūkanų norma dėl to kinta lygiai tiek pat, kiek keičiasi infliacijos procentas, yra žinoma kaip **Fišerio reiškinys**, taip pavadinta pagal jos autorių Ervingą Fišerį (Irving Fisher)[8].

Fišerio reiškinys visiškai pasitvirtina tik tuo atveju, kai infliacija nepaveikia polinkio vartoti ir ribinio investicijų efektyvumo, o žmonės gerai numato būsimąją infliaciją. Apibendrinę turėsime tokią formulę:

$$n = n^r + i^l;$$

čia i^l reiškia laukiamą infliacijos procentą. Tarkime, kad žmonės tikisi infliaciją padidėsiant nuo 3 iki 5 procentų. Tie iš jų, kurie anksčiau norėjo skolintis, kai nominalioji palūkanų norma buvo 6 procentai, dabar sutiks skolintis ir už 8 procentų palūkanas vietoj buvusių 6 procentų. Šiuo atveju, aiškinantis nominaliosios palūkanų normos susiklostymą, labai svarbu, kaip susidaro žmonių numatymas.

Adaptacinis numatymas

Nepaprastai sunku nustatyti, kaip susidaro numatymas. Net apklausdami žmones, mažai telaimėsime, nes numatymas dažniausiai susidaro nesąmoningai, ir žmonės neįstengia to apibūdinti žodžiais. Vienu metu dauguma ekonomistų naudojo paprastą numatymo susidarymo modelį, vadinamą „mokymosi iš klaidų“ modeliu, arba **adaptaciniu numatymu**. Šis modelis re-

[8] Iš tikrųjų Ervingas Fišeris padarė išvadą, kad, sprendžiant pagal faktinius duomenis, infliacijos priedo nepakanka, norint išlaikyti realiąją palūkanų normą nekintančią. Vis dėlto pati mintis, kad realioji palūkanų norma infliacijos sąlygomis nekinta, tapo žinoma kaip Fišerio reiškinys.

miasi tuo, kad žmonės pradžioje laikosi nuostatos, kad ateityje bus taip pat, kaip buvo ligi šiol — jei infliacija buvo 5 procentai, tai ir ateityje bus 5 procentai. Tarkime, kad paaiškėja, jog tai buvo klaida, ir kitais metais infliacija buvo jau 7 procentai. Tada žmonės patikslins kitų metų numatymą, padidindami laukiamą infliaciją, sakysime, iki 6 procentų, o nebe 5 procentų[9]. Taigi, kai infliacija keičiasi, infliacijos priedas atsilieka nuo faktinio infliacijos procento. Dėl šios priežasties nominalioji palūkanų norma neprisitaiko prie naujų sąlygų pakankamai greitai, todėl, infliacijai spartėjant, realioji palūkanų norma sumažėja, o infliacijai lėtėjant, padidėja.

Šis adaptacinio numatymo modelis yra paprastas ir kai kuriais atvejais gali būti visiškai pagrįstas, bet jis turi du rimtus trūkumus. Pirma, jame daroma prielaida, kad žmonių numatymas visada atsilieka nuo pačių įvykių. Antra, jis remiasi prielaida, kad žmonės apsisprendžia dėl savo numatymo žiūrėdami vien į praeitį. Tai ne visai pagrįsta. Tarkime, kad į valdžią šalyje atėjo jėgos, keliančios tikslą paspartinti ekonomikos plėtotę. Žmonės gali pradėti manyti, kad infliacija paspartės. Kitaip tariant, ankstesniųjų metų infliacijos procentas yra tik dalis visos informacijos, naudojamos ateinančių metų infliacijos procentui apskaičiuoti. Jei žmonės, kaip sako ekonomikos teoretikai, elgiasi racionaliai, tai jie neatmes visos papildomos informacijos. O jeigu jie tikrai atsižvelgs į visą prieinamą informaciją apie būsimąją infliaciją, tai nėra priežasčių, dėl kurių jie turėtų būsimąjį infliacijos procentą numatyti būtinai mažesnį, o ne didesnį.

Racionalusis numatymas

Daugiausia darbų apie numatymą dabar susiję su **racionaliojo numatymo** teorija. Pagal šią teoriją žmonės numato būsimus įvykius racionaliu būdu, operuodami visa jiems prieinama informacija. Tai darydami, jie turi naudotis tam tikru ekonomikos modeliu, kuris leidžia interpretuoti gaunamą informaciją. Pavyzdžiui, remdamiesi įgytomis ekonomikos teorijos žiniomis ir matydami, jog pinigų kiekio didėjimas spartėja, jie padarys išvadą, kad infliacija padidės. O kaip elgiasi tie gyventojai, kurie niekada nesimokė ekonomikos? Jie irgi naudosis kokia nors (reikia manyti, tiktai numanoma) teorine schema, interpretuodami gaunamą informaciją.

Ekonomikos teorija būtų pažengusi į priekį kur kas daugiau, jeigu mes geriau pažintume tas (dažniausiai tik užuomazgų pavidalo) teorijas, kuriomis naudojasi žmonės. Bet mes jų nepažįstame, todėl tenka remtis tam tikromis prielaidomis. Viena iš galimų prielaidų yra ta, kad liaudies teorijos gerai derinasi su profesionaliųjų ekonomistų teorijomis. Tai nereiškia, kad

[9] O kodėl žmonės netikslins ligi galo ir nenumatys 7 procentų infliacijos? Priežastis ta, kad jie jau panaudojo gausybę informacijos, spręsdami, kad kainų lygis pakils iki 5 procentų. Jie neatsisako visos šios informacijos vien todėl, kad suklydo tik vienu mėnesiu.

kiekvienas žmogus samprotauja taip pat, kaip mokytas ekonomistas, bet tai reiškia, kad jų padarytos išvados, apibendrinus, teigia tą patį, ką teigia ekonomistų modeliai. Tai nėra taip nerealu, kaip gali pasirodyti iš pirmo žvilgsnio, nes daugumą svarbių sprendimų daro patyrę menedžeriai, pasiekę savo postus kaip tik todėl, kad paprastai teisingai numatydavo įvykius. Tie menedžeriai, visai nesigilindami į ekonomikos teorijas, sugeba padaryti tokias pat išvadas, kaip ir ekonomistai profesionalai. Pavyzdžiui, tas ar kitas žmogus gali neturėti jokio supratimo apie teorijas, kurios aiškina palūkanų normų laikotarpio struktūrą, bet gali tiesiog paprastai pastebėti, kad ilgo laikotarpio palūkanų normos, keičiantis trumpo laikotarpio palūkanų normoms, kinta ne bet kaip; juk ir paukščiai skraido nestudijavę aerodinamikos.

Be to, darydami prielaidą, kad numatymas yra racionalus, anaiptol nedarome išvados, kad žmonės puikiai sugeba numatyti; ekonomikos modeliai tokio numatymo tikrai negarantuoja. Tokia prielaida tereiškia, kad žmonės nedaro sistemingų klaidų kokį nors laiko tarpą (šitokios prielaidos nėra „mokymosi iš klaidų" modelyje). Jie ir toliau klys, tačiau tos klaidos bus atsitiktinės, ir jų vidutinė vertė bus nulinė. Paimkime pavyzdį iš kasdienio gyvenimo. Tarkime, kad iš anksto visai nepranešus, traukiniai ėmė važinėti lėčiau, ir viena kelionė vidutiniškai pailgėjo puse valandos. Pirmąją dieną beveik visi pavėluos į darbą. Tie, kurie remsis „mokymosi iš klaidų" modeliu, rytojaus dieną išvyks, tarkime, penkiolika minučių anksčiau ir pavėluos į darbą tik penkiolika minučių. Tie, kurie remsis racionaliojo numatymo teorija, gali prisiminti, kad pernai, kai orai buvo tokie pat, kaip dabar, traukiniai taip pat vėluodavo pusvalandį, o kiti paskambins į geležinkelių valdybą. Tokie žmonės ne visada atvyks į darbą tiksliai nustatytu laiku; kartais traukinys vėluos, kartais — važiuos greičiau. Bet tie žmonės nevėluos dažniau kaip anksčiau.

Ar patikima ši racionaliojo numatymo teorija? Tai karštai diskutuojama tema. Ekonomistams priimtina mintis, kad žmonės elgiasi racionaliai. Tiesą sakant, šia prielaida ir remiasi visa ekonomikos teorija. Ekonomikos mokslas neįmanomas be tam tikro racionalumo elgsenos. Kalbant konkrečiai, neatrodo priimtina mintis, kad žmonės numato būsimuosius infliacijos tempus vien žiūrėdami į tai, kokie jie buvo praeityje.

Racionaliojo numatymo teorijos kritikai neneigia, kad žmonės elgiasi maždaug racionaliai, tačiau jie pabrėžia tą *maždaug*. Kadangi gauti ir apdoroti informaciją yra pakankamai brangu, gali būti visai racionalu spręsti „iš lubų", pavyzdžiui, paprasčiausiai perkelti buvusius infliacijos tempus, gal tik truputį patikslinus, atsižvelgiant į anksčiau padarytas prognozavimo klaidas. Nuostoliai, gauti naudojantis tokia „lubų" taisykle, gali būti tokie maži, kad būtų visiškai racionalu naudotis tokiu apytikriu metodu. Kodėl turėtume atsiduoti tai, anot Dž. M. Klarko, „iracionaliai beaistrio racionalumo aistrai"?

Racionalusis numatymas ir infliacijos priedas

Kaip galėtume panaudoti racionaliojo numatymo idėją infliacijos priedui aiškinti? Kadangi žmonių turima informacija tėra fragmentinė, o modeliai netobuli, iš to negalima nustatyti būsimosios infliacijos labai tiksliai. Iš esmės kartais padaroma didelių klaidų. Tačiau tos klaidos bus atsitiktinės, nesistemingos. Retkarčiais, kai pinigų pasiūla padidėja, žmonės pervertina dėl to padidėjusią infliaciją, o kitais kartais įvertina ją nepakankamai. Tačiau vidutiniškai jie būna teisūs. Vadinasi, infliacijos priedas, įeinantis į nominaliąją palūkanų normą, bus vidutiniškai tinkamas, o realioji palūkanų norma, irgi vidutiniškai, nepriklausys nuo pinigų pasiūlos didėjimo tempų arba nuo pinigų paklausos pokyčių.

Trečiojo atvejo santrauka

Esant visiškai lanksčioms kainoms ir gerai numatytam infliacijos procentui, nominaliųjų pinigų pasiūla neveikia realiosios palūkanų normos. Taip yra dėl to, kad dėl kainų kitimo išlieka pastovus realiųjų pinigų kiekis. Tačiau kiekvieną kartą žmonės gali ir pervertinti, ir nepakankamai įvertinti būsimąją infliaciją, todėl apskaičiuodami priimtiną nominaliąją palūkanų normą, jie gali pridėti netikslų infliacijos priedą. Taigi kai kada realioji palūkanų norma vis dėlto keisis, kintant pinigų kiekio augimui. Bet jei numatymas yra racionalus, tai vidutiniškai infliacijos priedas bus tikslus, ir pinigų pasiūlos pokyčiai nedarys įtakos realiajai palūkanų normai.

KETVIRTASIS ATVEJIS: NELANKSČIŲ KAINŲ EKONOMIKA

Antruoju atveju kainas laikėme nekintamomis, o trečiuoju atveju — visiškai lanksčiomis, tučtuojau reaguojančiomis į pinigų pasiūlos kitimą. Nė vienas iš šių atvejų nėra tikėtinas. Daug arčiau realybės yra toks atvejis, kai kainos prisitaiko prie pakitimų su tam tikru vėlavimu. Kadangi šiaip ar taip jos visiškai prisitaiko prie pakitimų, pagaliau susidaranti pusiausvyra šiuo realiuoju atveju yra tokia pat, kaip ir trečiuoju atveju. Bet kol toji pusiausvyra pasiekiama, būna antrojo ir trečiojo atvejų mišinys. Taigi pažiūrėkime, kokia tvarka keisis palūkanų norma, kai pinigų pasiūla didės. Pirmiausia imkime atvejį, kai infliacijos procentas numatomas tiksliai.

Kaip ir antruoju atveju, dėl pradinio pinigų pasiūlos padidėjimo realioji palūkanų norma sumažės. Vėliau, kai realiosios pajamos ir kainos padidės, realioji palūkanų norma vėl pakils. Tai vadinama **pajamų ir kainų reiškiniu.** Kadangi tiek kainos, tiek realiosios pajamos padidėja, niekas netrukdo realiajai palūkanų normai pasiekti anksčiau buvusio lygio — faktiškai

vėl atkurti pusiausvyrą, kuri galiausiai taip pat sugrįš į buvusį lygį. Kol realioji palūkanų norma lieka žemiau to lygio, visuminė paklausa yra didesnė nei anksčiau, o, kaip matysime 17 skyriuje, kuo didesnė visuminė paklausa, tuo didesnis ir infliacijos procentas. Dėl to kainos, pinigų paklausa, vadinasi, ir palūkanų norma nenustos didėti tol, kol realioji palūkanų norma nepasieks savo ankstesniojo dydžio.

Nominalioji palūkanų norma bus didesnė už realiąją infliacijos priedo dydžiu. Šis **numatymo reiškinys** gali užgožti likvidumo reiškinį, todėl kai kada pinigų kiekio didėjimą gali lydėti ne nominaliosios palūkanų normos mažėjimas, o jos didėjimas.

PENKTASIS ATVEJIS: EKONOMIKA IR JOS SANTYKIS SU PAJAMŲ MOKESČIAIS IR INFLIACIJA

Visais keturiais ankstesniais atvejais neatsižvelgėme į vieną sunkinančią aplinkybę, kad mūsų mokesčių sistema tinkamai nereaguoja į infliaciją. Tarkime, kad realioji palūkanų norma lygi 3 procentams, infliacija yra 6 procentai, o nominalioji palūkanų norma yra 9 procentai. Nors tikrosios skolintojo pajamos yra tik 3 procentai už kiekvieną paskolintą dolerį, mokesčių sistema šio fakto nepaiso. Ji apmokestina ne tik tikrąsias skolintojo pajamas, tuos 3 procentus, bet visus jo gautus 9 procentus. Tuo pat metu mokesčių sistema skolininkui leidžia atimti iš apmokestinamų pajamų ne tik 3 procentus tikrųjų palūkanų, bet visus 9 procentus[10]. Vadinasi, pajamų mokestis faktiškai dar uždeda specialų mokestį skolintojams ir subsidijuoja skolininkus.

Norėdami išsiaiškinti, kaip tai veikia palūkanų normą, įsivaizduokime kitą analogišką padėtį: tarkime, kad kiekvieną kartą, kai yra parduodama knyga, vyriausybė apmokestina pirkėją 1 doleriu ir atiduoda tą dolerį pardavėjui. Kadangi čia nėra jokių priežasčių knygos pusiausvyros kainai pasikeisti, rinka paneigs vyriausybės akciją. Knygos kaina paprasčiausiai nukris 1 doleriu, ir po apmokestinimo susidariusios jos įsigijimo išlaidos pirkėjui bei po subsidijų susidariusios įplaukos pardavėjui bus tokios pat kaip buvusios. Vadinasi, infliacijos priedas, kuris pridedamas prie realiosios palūkanų normos, turi viršyti infliacijos procentą bent tokiu dydžiu, kuris leistų skolintojui kompensuoti padidėjusią mokesčių naštą. Užuot buvusi $n^r + i$, nominalioji palūkanų norma turės būti

$$n^r + i\ (1 - M);$$

čia M — ribinis mokesčių tarifas. Tarkime, pavyzdžiui, kad ribinis mokesčių tarifas yra 1/3. Jei infliacija padidėja 2 procentais, tai nominalioji pa-

[10] Šiuo atveju mes laikysimės prielaidos, kad skolintojams ir skolininkams taikomi tokie pat mokesčių tarifai ir nepaisysime tų komplikacijų, kurias sukelia kai kurios neapmokestinamos pajamų rūšys.

lūkanų norma turės padidėti ne 2, bet 3 procentais, kad, sumokėjus mokesčius, apskaičiuotas infliacijos priedas būtų lygus infliacijos procentui.

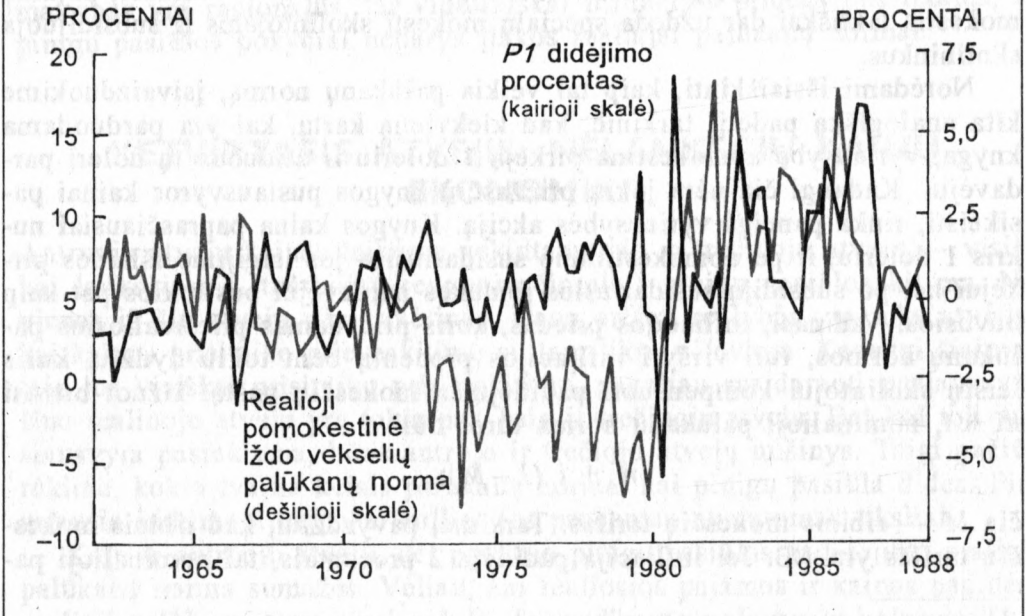
Jei norėsime apskaičiuoti sumokėjus mokesčius susidariusią realiąją palūkanų normą n^p naudodamiesi nominaliųjų palūkanų duomenimis, lygtis bus tokia:

$$n^p = n(1 - M) - i.$$

Kaip tik ši pomokestinė, o ne apskaičiuotoji iki mokesčių įvertinimo realioji palūkanų norma lemia investicijas, vartojimą ir pinigų paklausą.

Ankstesniuose keturiuose atvejuose ne tik nepaisėme palūkanomis gaunamų pajamų apmokestinimo, bet ir visiškai vienašališkai darėme prielaidą, kad infliacija neveikia polinkio vartoti ir ribinio investicijų efektyvumo. Matyt, tokia prielaida nepagrįsta. Tokiu mastu, kiek ji nepagrįsta, pinigų kiekio didėjimo pokyčiai paveiks realiąją palūkanų normą, o dėl to ir pusiausvyros nominaliąją palūkanų normą.

14.8 diagrama. Pomokestinė realioji iždo vekselių palūkanų norma ir *P1* didėjimo tempai. 1962–1988. Diagramoje iždo vekselių palūkanų norma patikslinta tiek atsižvelgiant į mokesčius, tiek į infliaciją. Infliacija išreikšta vartojimo kainų indeksu, o mokesčių tarifas laikomas lygiu 33 procentams. Beveik per visą 8 d-metį realioji palūkanų norma buvo neigiama, o 9 d-metyje ji buvo gana didelė



Šaltinis: Citibase, 1989, kovas.

Yra rimtų priežasčių abejoti prielaida, kad infliacija neveikia realiojo vartojimo ir realiųjų investicijų. Infliacija veikia santaupas trimis būdais. Kai kainos kyla, laikomų grynųjų pinigų bei vyriausybės obligacijų realioji vertė krinta. Reaguodami į tai, žmonės turės daugiau taupyti, kad atkurtų savo turtą. Negana to, infliacija sukuria netikrumo būseną, į kurią taip pat reaguojama stengiantis daugiau taupyti. Antra vertus, kai nėra tobulų būdų apsidrausti nuo infliacijos, atsiranda noras mažiau taupyti, nes infliacija sumažina realiąją taupymo naudą. Anaiptol nėra aišku, kuri iš šių skirtingų reakcijų vyrauja, bet nėra pagrindo manyti, kad infliacija neveikia taupymo normos.

Analogiškai, irgi keliais būdais infliacija veikia ir investicijas. Firmos praranda tikrumą dėl ateities. Ar išlaidos didės sparčiau nei kainos? Gal vyriausybė įves kainų kontrolę arba imsis griežtų antiinfliacinių priemonių, kurios iš viso suardys rinkas? Esant tokiam netikrumui, investicijos labai sumenkės. O kai kurioms korporacijoms dėl infliacijos dar padidėja mokesčių našta. Tai irgi gali mažinti jų investicijas.

Be to, kadangi pradinė reakcija į didėjančią paklausą yra gamybos padidinimas, tai padidėjęs pinigų kiekis pradžioje padidina ne tik kainas, bet ir realiąsias pajamas. Vadinasi, net jeigu nominaliųjų pinigų kiekio padidėjimas nepakeičia ribinio polinkio taupyti, jis vis tiek pakeis bendrąjį taupymo mastą realiais dydžiais, nes pasikeis realiosios pajamos. Analogiškai, dėl akceleratoriaus poveikio, padidėjęs nominaliųjų pinigų kiekis pakeis ir investicijų apimtį.

Per ilgesnį laikotarpį, kai žmonės apsipranta su didesne infliacija ir atkuria savo turtą iki turėto lygio, visi čia suminėtieji reiškiniai turėtų išnykti. Taigi ir vėl pinigų kiekio didėjimas neturėtų veikti palūkanų normos. Bet tai gali gerokai užtrukti.

EKONOMIKOS POLITIKOS ATGARSIAI: FRS IR DIDELĖ PALŪKANŲ NORMA

Kai palūkanų norma didelė, FRS jaučiasi nepatogiai. Ar pagrįstai? Gal ir taip. Bet ne dėl to, kuo kritikai ją paprastai kaltina. O kritikai tvirtina, kad FRS turėtų paspartinti pinigų kiekio didėjimą, kad sumažėtų nominalioji palūkanų norma. Taip sakydami, jie daro dvi klaidas. Pirma, jie daugiausia domisi nominaliąja palūkanų norma, nors kur kas svarbesnė pomokestinė realioji palūkanų norma. Kaip matome 14.8 diagramoje, pomokestinė realioji palūkanų norma bevcik visą 8 dešimtmetį buvo maža, o nominalioji palūkanų norma tuo metu buvo didelė. Antra, jie daro prielaidą, kad FRS galėtų sumažinti nominaliąją palūkanų normą, paspartindama pinigų kiekio didėjimą. Tačiau bet koks likvidumo reiškinys yra laikinas. Be to, kuo sparčiau didėja pinigų kiekis ir kuo dėl to didesnė infliacija, tuo didesnis infliacijos priedas. Vadinasi, bent jau kurį laiką pinigų kiekio didėjimas

greičiau padidins, o ne sumažins nominaliąją palūkanų normą. Iš to išplaukia išvada, kad jei kas nors geidžia kritikuoti FRS už didelę nominaliąją palūkanų normą, turėtų skųstis ne tuo, kad FRS per lėtai didina pinigų kiekį, bet dėl to, kad iki tol FRS darė tai per greitai ir dabar didelę nominaliosios palūkanų normos dalį sudaro infliacijos priedas. Nominaliąją palūkanų normą padidina ne maži, bet dideli pinigų kiekio didėjimo tempai.

Realiosios palūkanų normos atžvilgiu visas procesas atrodys kitaip. Šiuo atveju empirinių argumentų dar gerokai trūksta.

SANTRAUKA

1. Palūkanų norma yra svarbus kintamasis, nes ji įeina, paprastai netiesiogiai, į daugelį sandėrių; be to, ji yra itin dinamiška.
2. Palūkanų normas galima paaiškinti, remiantis skolinamųjų lėšų teorija bei likvidumo pirmenybės teorija. Šios teorijos yra tapačios ta prasme, kad jose abiejose palūkanų normą lemia tie patys kintamieji. Tai — taupymas, pinigų kiekio pokyčiai, grynasis kapitalo įvežimas arba išvežimas, investicinių lėšų poreikis, vyriausybės deficitas bei norimų laikyti pinigų paklausos pokyčiai. Pajamos iš kitų aktyvų, ribinis polinkis vartoti bei pajamų ir turto lygis veikia palūkanų normą tiktai netiesiogiai.
3. Aiškinantis palūkanų normas, svarbiausia yra nustatyti, kokiomis sąlygomis pinigų pasiūlos arba jų paklausos pokyčiai veikia palūkanų normą. Jei kainos pastovios, tokie pokyčiai nuolatos veikia palūkanų normą. Jeigu kainos yra visiškai lanksčios, jos visai neveikia palūkanų normos. Jei kainos nelanksčios, kinta atsilikdamos, tada jos paveikia palūkanų normą tik laikinai.
4. Svarbu skirti nominaliąją ir realiąją palūkanų normą. Realioji palūkanų norma yra lygi nominaliajai normai minus infliacijos procentas. Jei žmonės netiksliai apskaičiuoja infliaciją, jie prie realiosios normos prideda netikslų infliacijos priedą.
5. Numatymą aiškinantis mokymosi iš klaidų modelis daro prielaidą, kad žmonės vertina infliaciją, spręsdami pagal buvusį jos lygį. O racionaliojo numatymo teorija teigia, kad žmonės, apsispręsdami dėl numatymo, naudojasi daug įvairesne informacija. Be to, jų klaidos, teigia teorija, nėra sistemingos.
6. Sprendimus taupyti ir investuoti labiausiai veikia pomokestinė realioji palūkanų norma. Mūsų mokesčių sistema pajamas iš palūkanų traktuoja taip: kai padidėja infliacija, priešmokestinė nominalioji palūkanų norma turi padidėti daugiau negu padidėjo infliacija.
7. Ribinis polinkis vartoti ir ribinis investicijų efektyvumas priklauso nuo infliacijos procento, o pinigų kiekio didėjimo pokyčiai veiks realiąją palūkanų normą.

PAGRINDINIAI TERMINAI

skolinamųjų lėšų teorija	loanable-funds theory
likvidumo pirmenybės teorija	liquidity-preference theory
likvidumo reiškinys	liquidity effect
realioji palūkanų norma	real interest rate

Fišerio reiškinys	Fisher effect
mokymosi iš klaidų teorija	error-learning model
racionalusis numatymas	rational expectations
pajamų ir kainų reiškinys	income and price effect
numatymo reiškinys	expectations effect
pomokestinė realioji palūkanų norma	after-tax real interest rate

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Grynųjų palūkanų išmokos sudaro mažesnę BNP dalį negu išlaidos maistui. Kodėl tad laikraščiai palūkanų normai skiria žymiai daugiau dėmesio negu maisto kainoms?
2. Paimkite įvairius veiksnius, kurie skolinamųjų lėšų teorijoje aiškina palūkanų normas. Paaiškinkite, kaip jie veikia palūkanų normą likvidumo pirmenybės teorijoje.
3. Paaiškinkite, kaip žemiau pateiktieji reiškiniai veikia palūkanų normą:
   a) mokestis, imamas perkant korporacijų akcijas,
   b) vyriausybės išlaidų sumažinimas, nemažinant mokesčių tarifų.
4. Apsvarstykite teiginį: „Lanksčių kainų ekonomikoje nominaliųjų pinigų kiekio didėjimo paspartėjimas padidins nominaliąją palūkanų normą".
5. Apsvarstykite teiginį: „Pagal mūsų mokesčių sistemą palūkanų norma padidėja ne tiek pat, kiek padidėja infliacijos procentas, bet daugiau".
6. Kodėl palūkanų normos kitimui svarbu, ar numatymas yra racionalus, ar ne?
7. Pateikite keletą argumentų, kurie leistų tvirtinti, kad numatymas nėra racionalus. Ar labai įtikinami tie argumentai?

LITERATŪRA

Joseph Conrad. An Introduction to Theory of Interest. Berkeley, University of California Press, 1959. Tai klasikinė palūkanų normos studija.

Milton Friedman. Factors Affecting the Level of Interest Rates. — United States Savings and Loan League. Proceedings of a Conference on Savings and Residential Financing, p. 11–27, Chicago, United States Savings and Loan League, 1969. Reikšminga analizė; aptariama, kaip palūkanų normos reaguoja į pinigų kiekio kitimą.

Yash Mehra. Inflationary Expectations, Money Growth and the Vanishing Liquidity Effect of Money on Interest: A Further Investigation. — Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond, 71/2 (1985, kovas/balandis), p. 23–35. Vertingas pasakojimas, bet jam suvokti reikia medžiagos, kurią pateikiame 16 skyriuje.

Daniel Thornton. The Effect of Monetary Policy on Short-Term Interest Rates. — Federal Reserve Bank of St. Louis. Review, 70 (1988, gegužė/birželis), p. 53–72. Išsami analizė, tačiau kai kurių jos vietų nebus galima suvokti neperskaičius 16 skyriaus medžiagos.

15
SKYRIUS

Visuminė paklausa ir pinigų paklausa

Iš visų veiksnių, lemiančių palūkanų normas, du yra ypač svarbūs — tai pinigų pasiūla ir pinigų paklausa. Pinigų pasiūlą jau nagrinėjome 11 ir 12 skyriuose ir dar grįšime prie jos IV dalyje. Šiame skyriuje aptarsime pinigų paklausą. Pinigų paklausos klausimas gali pasirodyti nevertas dėmesio. Juk visi žmonės nori turėti kuo daugiau pinigų. Tačiau terminu **pinigų paklausa** mes nusakome kiek kitokį dalyką. Kaip įprasta ekonomikos teorijoje, sąvoka paklausa čia reiškia ne kokios nors gėrybės kiekį, kurio žmogus norėtų, jei toji gėrybė būtų veltui, bet gėrybės poreikį palyginti su kitų gėrybių poreikiu. Klausimas yra toks: kiek pinigų jūs norėtumėte turėti, žinodami, kad kuo daugiau turite pinigų, tuo mažiau galite turėti kitokių aktyvų?

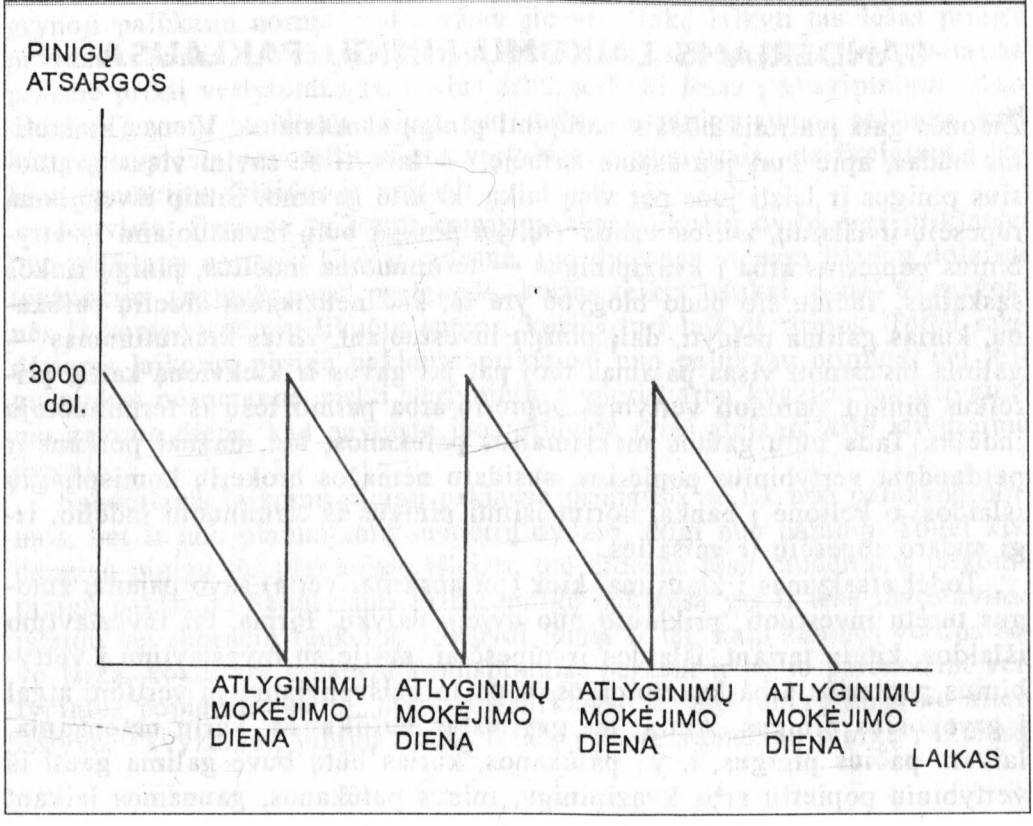
Pinigų paklausa yra susijusi su pinigų apyvartos greičiu ir su tuo, kokia yra paklausa pinigų, tenkančių vienam pajamų doleriui (Kembridžo lygties koeficientas *k*). Todėl kartu su pinigų paklausa nagrinėsime ir jų apyvartos greitį. Skyriaus pradžioje apibūdinsime pinigų paklausą apskritai, po to pereisime prie pinigų paklausos funkcijos ir pinigų apyvartos greičio.

PAPRASTAS PASAKOJIMAS

Įsivaizduokime žmogų, kuris laiko pinigus tik tam, kad galėtų grynai mechaniškai apmokėti numatomus sandėrius. Tarkime, jis kas mėnesį gauna 3000 dolerių pajamų ir vienodomis dalimis per mėnesį išleidžia tuos dolerius. Iki pat paskutinės mėnesio dienos jis laiko tam tikrą sumą pinigų, kad galėtų apmokėti išlaidas. Jo pinigų atsargos parodytos 15.1 diagramoje. Pirmąją mėnesio dieną jis turi 3000 dol., paskutiniąją mėnesio dieną — 0 dol. Kadangi tuos 3000 dol. jis išleidžia vienodomis dalimis, tai vidutinės jo pinigų atsargos yra (3000 + 0) / 2, tai yra 1500 dol.

Jei reikalai yra taip tvarkomi, sunku kalbėti apie pinigų paklausą ir ją analizuoti. Turimų pinigų kiekis čia grynai mechaniškai priklauso nuo žmogaus pajamų kiekio bei nuo to, kiek dienų yra likę iki mėnesio pabaigos.

15.1 diagrama. Pinigų atsargų laiko dinamika: paprastasis mechaninis modelis. Atlyginimo mokėjimo dieną gavę tam tikrą pinigų sumą žmonės per mėnesį tolygiai tuos pinigus išleidžia, ir laikotarpio pabaigoje visos pinigų atsargos pasibaigia



To žmogaus mechaninė elgsena dėl dviejų priežasčių neatitinka maksimalios naudos principo. Pirma, jis visai nekreipia dėmesio į tai, kokia būtų nauda ir kokios išlaidos, jei tam tikrą kiekį pajamų kurią nors mėnesio dalį jis būtų investavęs. Antra, jo pinigų paklausą sudaro tik sandėrių paklausa, t. y., jis laiko pinigus vien tik tiems sandėriams, kuriuos yra numatęs, ir ignoruoja tą faktą, kad pinigų gali prireikti visai netikėtai.

Kai kurie žmonės, be abejo, pinigų atsargų klausimą sprendžia būtent tokiu tiesmuku mechaniniu būdu. Bet tai nėra tipiška. Didelė pinigų pasiūlos dalis yra laikoma sąskaitose, kurių sumos pakankamai didelės, kad apsimokėtų jas apgalvotai tvarkyti.

Be to, žmonės laiko su savim daug daugiau pinigų, negu jų reikėtų laikyti iki ateinančios atlyginimų mokėjimo dienos. Žmonių laikomos pinigų atsargos sudaro 1 ir 3/4 jų mėnesinių pajamų, taigi triskart daugiau, negu galima būtų manyti, žvelgiant į 15.1 diagramą, net jei žmogus gauna atlyginimą kartą per mėnesį, o ne dažniau. Akivaizdu, kad poreikis laikyti pi-

nigus iki bus gautas kitas atlyginimas, ne visai paaiškina tokias atsargas[1]. Taigi pažiūrėkime, kaip elgiasi tie žmonės, kurie savo pinigų atsargas planuoja rūpestingiau.

SANDĖRIAMS LAIKOMŲ PINIGŲ PAKLAUSA

Žmonės gali įvairiais būdais parūpinti pinigų sandėriams. Vienas kraštutinis būdas, apie kurį jau esame kalbėję, — laikyti su savim visus gautuosius pinigus ir leisti juos per visą laiką iki kito gavimo. Šitaip išvengiama rūpesčių ir išlaidų, kurios susidarytų, jei pinigai būtų investuojami į vertybinius popierius arba į kvazipinigus — terminuotus indėlius, pinigų rinkos sąskaitas. Tačiau šio būdo blogybė yra ta, kad netenkama didelių palūkanų, kurias galima pelnyti, dalį pinigų investuojant. Kitas kraštutinumas — galima investuoti visas pajamas tuoj pat jas gavus ir kiekvieną kartą, prireikus pinigų, parduoti vertybinį popierių arba paimti lėšų iš terminuotojo indėlio. Tada būtų gautos maksimalios palūkanos, bet, dažnai perkant ir parduodant vertybinius popierius, susidaro nemažos brokerių komispinigių išlaidos, o kelionė į banką, norint išimti pinigus iš terminuoto indėlio, irgi sudaro rūpesčių ir gaišaties.

Todėl atsakymas į klausimą, kiek (jei apskritai verta) savo pajamų žmogus turėtų investuoti, priklauso nuo dviejų dalykų. Pirma, tai investavimo išlaidos, kitaip tariant, išlaidos ir rūpesčiai, susiję su investavimu į vertybinius popierius arba kvazipinigus, o po to neišvengiamu jų vertimu atgal į grynuosius pinigus. Antra, tai **grynosios palūkanos**, kurių netenkama, laikant pačius pinigus, t. y., palūkanos, kurias būtų buvę galima gauti iš vertybinių popierių arba kvazipinigų, minus palūkanos, gaunamos laikant pačius pinigus.

Rūpesčiai, atsirandantys įsigyjant ir vėliau realizuojant vertybinius popierius arba kvazipinigus, nedidėja proporcingai pinigų sumai, kuria operuojama. Tiek pat rūpesčių ir gaišaties yra atidarant 100 000 dolerių ir 1000 dolerių terminuotąjį indėlį. Brokerių komispinigiai irgi nėra 100 kartų didesni, jeigu, užuot pirkę vertybinių popierių už 1000 dolerių, perkame už 100 000 dol. Vadinasi, didelių pinigų sumų savininkai noriau investuos savo sandėrių likučius negu mažų sumų savininkai. Esant dabartinėms palūkanų normoms, daugumai žmonių neapsimoka tam tikram laikotarpiui (iki vėl gaus pajamų) dalį savo uždirbtų pinigų paversti vertybiniais popieriais arba kvazipinigais.

Tačiau tai nereiškia, kad sandėriams laikomų pinigų paklausa nepriklauso nuo palūkanų normos. Pirma, tiems, kurie turi labai daug pinigų, saky-

[1] Labai didelės yra ir grynųjų pinigų atsargos: 1988 m. jos sudarė daugiau kaip 800 dol. vienam žmogui.

kim, verslo firmoms, dažnai apsimoka investuoti atliekamus pinigus net vieną parą. Ir kuo didesnė grynųjų palūkanų norma, tuo noriau jie tai daro. Antra, gyventojai laiko sandėrių likučius ir planuojamiems dideliems pirkiniams, kuriuos įsigyti ateityje gali atsirasti tinkama proga. Kuo didesnė grynoji palūkanų norma, tuo mažiau jie yra linkę laikyti tas lėšas pinigų pavidalu. Trečia, gyventojai kaupia sandėriams skirtas lėšas, kol atsiranda prasmė pirkti vertybinius popierius arba perkelti lėšas į kvazipinigus. Kuo didesnė grynoji palūkanų norma, tuo mažesnės pinigų sumos pakanka, kad būtų apsispręsta paversti pinigus vertybiniais popieriais, atsižvelgiant į tokios operacijos išlaidas ir gaišatį.

Ketvirta, firmose laikomų kompensacinių likučių dydis irgi priklauso nuo palūkanų normos. Kuo ji didesnė, tuo didesnės vienam likučių doleriui tenkančios „nemokamos" paslaugos, kurias teikia bankai, o dėl to mažesnės ir kompensacinių likučių sumos, kurias turi laikyti firmos. Todėl sandėriams laikomų pinigų paklausa priklauso nuo palūkanų normos, net jeigu niekas nė nemano pirkti vertybinių popierių arba kvazipinigų atlyginimo gavimo dieną, kad paverstų juos pinigais prieš ateinant kito atlyginimo dienai.

Sandėriams laikomų pinigų paklausa priklauso ne tik nuo palūkanų normos, bet ir nuo planuojamų sandėrių dydžio, taigi nuo pajamų. Todėl kuo daugiau pinigų jūs planuojate išleisti, tuo didesnė jūsų sandėriams laikomų pinigų paklausa. Sandėriams skirtų pinigų paklausa yra ir lėšų investavimo išlaidų bei rūpesčių funkcija. Jos dydį lemia ir tai, kaip žmonės vertina savo laiką, kokie yra brokerių komispinigiai perkant ir po to parduodant vertybinius popierius, be to, tas dydis priklauso ir nuo pinigų laikymo alternatyvų. Pavyzdžiui, pinigų rinkos fondų plėtotė sumažino pinigų paklausą.

APSIDRAUDIMUI LAIKOMŲ PINIGŲ PAKLAUSA

Paprastai verta laikyti daugiau pinigų, negu reikia planuojamoms išlaidoms. Visi esame patyrę, kad kartais tenka išleisti daugiau, negu buvai numatęs. Priežastys gali būti labai įvairios — tai ir netikėtas automobilio gedimas, ir nelauktai didelė reikalingo pirkinio kaina. Arba gali būti ir maloni staigmena — nelauktai atsiranda galimybė nepaprastai pigiai nusipirkti ką nors labai gera. Be to, firmoms ir kai kuriems žmonėms reikia turėti pinigų ir todėl, kad gresia pavojus laiku negauti numatytų pajamų, o tik gauti žinią, jog „pinigai išsiųsti".

Apsidrausti nuo tokių netikėtumų galima penkiais būdais. Vienas jų yra laikyti daugiau pinigų nei numatoma išleisti, t. y. turėti **draudžiamąjį likutį**. Antrasis būdas yra sumažinti numatytas išlaidas, kad susidarytų galimybė atlikti nenumatytus mokėjimus; trečiasis būdas yra parduoti kai kuriuos aktyvus, pavyzdžiui, indėlių sertifikatą, obligaciją ar net fizinį kapitalą; ketvirtasis būdas — pasiskolinti. Ir pagaliau paskutinis būdas —

nemokėti. Pastarasis būdas turi daug variantų: galima paprasčiausiai atsisakyti ką nors pirkti, o galima net pasiskelbti bankrutavusiu.

Kiekvienas iš šių būdų reikalauja išlaidų. Jei laikome draudžiamąjį likutį, tai netenkame grynųjų palūkanų. Sumažinti numatytas išlaidas paprastai yra skausminga, ir kartais to nepakanka, kad galima būtų susimokėti netikėtą sumą. Skubiai parduodami kai kuriuos aktyvus, gausime už juos gerokai mažiau nei pelnytume, jei neskubėtume. Skolinimasis gali brangiai atsieiti. Atsisakyti gero sandėrio — tai savaime suprantamas nuostolis. Atsisakymas mokėti gali sukelti rimtą sumaištį, dėl to galima prarasti gerą vardą bei susilaukti teismo sankcijų.

Paprastai apsimoka laikyti draudžiamąjį likutį. Bet kokio dydžio jis turi būti? Nauda iš jo ta, kad šitaip išvengiame išlaidų, susijusių su ką tik aptartais kitais keturiais būdais, o paties likučio išlaidos — prarastos palūkanos, tarkime, 3 procentų dydžio. Kaip ir visada ekonomikos teorijoje, atsakydami į klausimą „kokio dydžio tai turi būti?“, turime padaryti taip, kad ribinės išlaidos būtų lygios ribinėms pajamoms. Sakykime, vieno iš tų būdų — skolinimosi — išlaidos yra 18 procentų palūkanos. Vadinasi, pajamos, kurias gautume laikydami draudžiamąjį likutį, yra lygios tikimybei, kad mums teks pasinaudoti tuo likučiu, padaugintai iš 18 procentų palūkanų, kurių mums nereikės mokėti, jeigu tikimybė taps realybe. Kadangi draudžiamasis likutis yra laikomas tam, kad galima būtų apsisaugoti nuo netikėtumų, tai gali būti ir tokių laikotarpių, kai juo nebus naudojamasi, vadinasi, ir naudos jis neduos, o kitais laikotarpiais jis padės mums gerokai sutaupyti. Šio pavyzdžio atveju — 18 procentų.

Atsitinka daugybė nenumatytų dalykų, tačiau tikimybė, kad žmogus bus nelaimėlis ir jam teks daug kartų mokėti nenumatytas sumas, yra žymiai mažesnė, negu tikimybė, kad nenumatytų mokėjimų pasitaikys tik vienas kitas. Firma, kurios įplaukos iš produkcijos realizavimo ir privalomi mokėjimai kitoms firmoms nėra tiksliai numatomi, irgi kartais pakliūva į tokią padėtį — gauna tik nedidelę dalį numatytų įplaukų, o sąskaitos apmokėti jai pateikiamos be jokių sutrikimų. Tačiau yra tik nedidelė tikimybė, kad visos apmokėtinos sąskaitos bus atsiųstos anksčiau, negu įmonė gaus bent šiek tiek numatytų įplaukų. Taigi tiek firmos, tiek ir fizinio asmens padėtis yra tokia, kad kuo didesnis yra jų draudžiamasis likutis, tuo mažesnė tikimybė, jog teks visu juo pasinaudoti. Todėl išvada yra tokia: kuo didesnis draudžiamasis likutis, tuo mažesnis tame likutyje laikomo dolerio ribinis naudingumas.

Dolerio laikymo draudžiamajame likutyje ribinės išlaidos yra pastovios; mūsų pavyzdyje — tai 3 procentai negaunamų palūkanų. Kadangi draudžiamajame likutyje laikomo vieno dolerio teikiamos ribinės pajamos yra tuo mažesnės, kuo didesnis draudžiamasis likutis, tai kuriuo nors momentu galima rasti tašką, kuriame draudžiamojo likučio ribinės išlaidos ir ribinės pajamos yra lygios. Šiame taške draudžiamasis likutis ir yra reikiamo dydžio. Mūsų pavyzdyje draudžiamojo likučio vieno dolerio ribinės pajamos yra 18 procentų, padauginta iš tikimybės, kad tuo doleriu teks pasinaudo-

ti. Ribinės išlaidos yra 3 procentai. Norint išsiaiškinti, koks likutis yra optimalus, reikia, kad ribinės išlaidos būtų lygios ribinėms pajamoms. Tai reiškia, kad 3 procentai yra lygūs 18 procentų, padaugintų iš tikimybės, kad likučio doleris bus iš tikrųjų panaudotas. Spręsdami konkrečios tikimybės klausimą, matome, kad šiame pavyzdyje draudžiamasis likutis yra gana didelis, nes tikimybė pasinaudoti paskutiniu to likučio doleriu yra lygi 1/6.

Toks pat principas naudotinas apskaičiuojant ir kitas išlaidas, susidarančias dėl pinigų stygiaus. Tarkime, kad jūs tuojau pat galite parduoti kokį nors aktyvą už beveik tokią pačią sumą, kokią gautumėte, jei pats imtumėtės tą aktyvą realizuoti. Šiuo atveju, reaguodamas į atsiradusį pinigų stygių, jūs parduosite tą aktyvą, o ne imsite paskolą. Tada ribinės išlaidos, neturint pakankamo draudžiamojo likučio, sudarys tą nedidelę sumą, kurią prarastumėte tuoj pat parduodamas tą aktyvą. Žinoma, susidūręs su pinigų stygiumi, rinksitės pigiausią išeitį — tai gali būti skolinimasis, aktyvo pardavimas, išlaidų sumažinimas ar pagaliau mokėjimo atidėjimas; pigiausio sprendimo išlaidos kartu su paskutinio dolerio panaudojimo tikimybe ir grynąja palūkanų norma nulemia optimalų draudžiamojo likučio dydį.

Ligi šiol žiūrėjome į draudžiamuosius likučius kaip į priemonę būti pasiruošusiems apmokėti netikėtas išlaidas arba kompensuoti uždelstas įplaukas. Bet yra dar vienas atvejis, kai žmonės, norėdami apsidrausti, teikia pirmenybę pinigams, o ne obligacijoms. Turintis obligacijų žmogus rizikuoja, kad palūkanų norma padidės ir obligacijų kaina kris. Todėl jūs lyginate obligacijų laikymo riziką su jų teikiamomis didesnėmis pajamomis. Ir gal apsisprendžiate laikyti vienokį ar kitokį kiekį pinigų (arba kvazipinigų), o ne obligacijų[2]. Kuo mažesnė obligacijų teikiamų plūkanų norma, tuo mažiau obligacijų ir tuo daugiau pinigų jūs norite laikyti.

Taigi draudžiamieji likučiai priklauso nuo daugelio veiksnių. Kai kurie tų veiksnių (nenumatytų išmokų tikimybė, išlaidų mažinimo arba išmokų atidėjimo išlaidos) paprastai yra pastovūs. Todėl galime tarti, kad tų veiksnių pokyčiai paprastai neveikia draudžiamųjų likučių.

Tačiau aktyvų pardavimo išlaidos kartkarčiais kinta; tai priklauso nuo to, kiek visuomenė jau turi vertybinių popierių. Kai žmonės ir firmos laiko labai daug likvidžių aktyvų, pavyzdžiui, iždo vekselių, pinigų rinkos sąskaitų, draudžiamųjų likučių poreikis yra mažesnis, nes tuos aktyvus jie gali gana nedidele kaina paversti grynaisiais pinigais. Draudžiamųjų likučių paklausa sumažėja ir tada, kai padidėja grynoji palūkanų norma arba kai sumažėja ta palūkanų norma, kurią už skolinimąsi turi mokėti firmos ir pavieniai žmonės.

Kita vertus, draudžiamųjų likučių paklausa padidėja, jei palūkanų normos ima labiau kaitaliotis, ir dėl to vertybinių popierių (ypač ilgalaikių)

---

[2] Gali atrodyti, kad jeigu žmonės nutaria, jog laikyti obligacijas per daug rizikinga, jie laikys, tarkime, kvazipinigus, pavyzdžiui, iždo vekselius arba terminuotus indėlius, bet ne pinigus, ir todėl pinigų paklausos tai neveiks. Bet taip nėra. Jei žmonės nuo obligacijų atsigręžia į iždo vekselius, pastarųjų kaina kyla, o jų teikiamos pajamos krinta. Tai paveikia kitus žmones — jie nusprendžia laikyti ne iždo vekselius, o pinigus.

rinka darosi ne taip stabili. Be to, draudžiamųjų likučių paklausa gali padidėti, staiga ėmus smukti gamybai. Kai smarkiai išplinta nedarbas, žmonės gali pradėti daugiau taupyti. Kadangi daugeliui žmonių, gyvenančių iš darbo pajamų, neapsimoka laikyti kvazipinigų, jie gali imti taupyti pinigus.

SPEKULIACINĖ PINIGŲ PAKLAUSA IR LIKVIDUMO SPĄSTAI

Savo veikale „Bendroji užimtumo, palūkanų ir pinigų teorija" Keinsas įvedė dar vieną pinigų paklausos rūšį — **spekuliacinę pinigų paklausą**. Jis teigė, kad yra dar viena priežastis, dėl kurios žmonės linkę laikyti pinigus, o ne vertybinius popierius: jie mano, kad vertybinių popierių kainos kris. Tarkime, kad obligacijų palūkanų norma yra 5 procentai ir jūs manote, kad šitų obligacijų kaina kitąmet bus 8 procentais mažesnė. Taigi protingiau yra atsisakyti tų 5 procentų palūkanų ir laikyti pinigus einamojoje sąskaitoje, negu pirkti obligaciją ir patirti 8 procentus kapitalo nuostolių. Keinsas buvo įsitikinęs, kad žmonės turi savo nuomonę apie tai, kokia palūkanų norma yra normali. Todėl, kai palūkanų norma yra mažesnė už normaliąją, palyginti nedaug žmonių nori laikyti obligacijas. Ką jie tada daro su savo aktyvais? Keinsas teigė, jog vietoj obligacijų jie laiko „pinigus". Pinigus čia parašėme tarp kabučių todėl, kad Keinsas pinigus apibrėždavo plačiau, nei mes tai darome dabar. Jis pinigais laikė ne tik visus terminuotuosius indėlius, kurie dabar įeina į *P3* sąvoką, bet netgi trumpalaikius vertybinius popierius, pavyzdžiui, iždo vekselius.

Daugelis ekonomistų jau nelaiko spekuliacinės „pinigų" paklausos svarbia, nes dabar pinigus apibrėžiame daug siauriau[3]. Jei žmogus mano, kad obligacijų kainos kris, jis greičiausiai laikys trumpų terminų vertybinius popierius, o ne *P1* ar *P2*. Be to, klodamas teorinius pamatus pajamų ir išlaidų teorijai, Keinsas rėmėsi palyginti paprastu investicijų paketo modeliu, pagal kurį žmonės laiko tik obligacijas arba „pinigus". Jis nesvarstė galimybės, jog vietoj obligacijų ar pinigų žmonės gali laikyti fizinį turtą arba teises į fizinį turtą, pavyzdžiui, akcijas.

Keinsas rėmėsi spekuliacine pinigų paklausa, norėdamas įrodyti, kad tam tikrais laikotarpiais pinigų paklausa gali būti visiškai lanksti; dabar toks atvejis yra vadinamas **absoliutine likvidumo pirmenybe** arba **likvidumo spąstais**. Jei visi tikisi, jog obligacijų kainos kris tiek, kad tai prašoks papildomas pajamas, kurias būtų galima pelnyti, laikant obligacijas, tai niekas nebenorės laikyti obligacijų, o visi laikys pinigus. Keinsas pabrėžė, kad jis nežino nė vieno atvejo, kad taip būtų atsitikę, tačiau kai ku-

[3] Tačiau terminas *spekuliacinė pinigų paklausa* dar dažnai vartojamas nusakyti vienam reiškiniui, kurį esame įtraukę į apsidraudimui skirtų pinigų paklausą, — pinigų laikymą, norint išvengti obligacijų laikymo rizikos, netgi kai tikimybė, jog obligacijų kaina kris, nė kiek ne didesnė už tikimybę, kad ta kaina kils.

rie ekonomistai tvirtino, kad būtent taip yra buvę keletą metų per Didžiąją depresiją. Kiti ekonomistai mano kitaip.

Šiaip ar taip, absoliutinės likvidumo pirmenybės idėją daug kas laiko įdomia teorine problema. Ja buvo iliustruojamas hipotetinis atvejis, kad pinigų pasiūlos pokyčiai nedaro poveikio palūkanų normai. Jei pinigų pasiūla padidinama, visuomenė paprasčiausiai laiko papildomus pinigus ir neperka už juos vertybinių popierių ar prekių, taigi pajamos nereaguoja į padidėjusią pinigų pasiūlą. (Tai kraštutinis atvejis teorijos, priešingos kiekybinei pinigų teorijai.) Taip atsitinka ir kai vyriausybė, norėdama finansuoti papildomas išlaidas, parduoda obligacijas — obligacijų pardavimas daug nepadidina palūkanų normos, nes žmonės perkelia pinigus į obligacijas jau tada, kai šių palūkanų norma nors truputėlį didesnė už vyraujantį palūkanų dydį.

TAUPYMUI LAIKOMŲ PINIGŲ PAKLAUSA

Kol čekiniai indėliai tiesiogiai neteikė palūkanų, žmonėms buvo maža naudos laikyti santaupas *P1* pavidalu. Padėtis pasikeitė įvedus perleidžiamojo pavedimo (PP) sąskaitas. Šių sąskaitų palūkanų norma yra daug mažesnė negu pinigų rinkos sąskaitų arba iždo vekselių, todėl ir dabar menka nauda laikyti dideles ilgalaikių santaupų sumas *P1* pavidalu. Tačiau santaupų mažų sumų perkėlimo iš *P1* į vertybinius popierius išlaidos ir gaišatis gali būti gerokai didesnė už tas papildomas palūkanas, kurias galėtų duoti didesnes pajamas teikiančios investicijos. Be to, daugelis žmonių taupo taip, kad jų mėnesio įplaukos į čekines sąskaitas yra didesnės už mėnesines išlaidas. Kadangi dabar mokamos palūkanos už likučius tose sąskaitose, tai žmonėms yra prasmės laikyti tuos likučius ten, kur jie yra susidarę, kaupti didesnes sumas ir tada jau perkelti jas į ilgesnio laikymo vietą. Todėl prie tradicinių formų — sandėriams laikomų pinigų paklausos bei apsidraudimui laikomų pinigų paklausos — reikėtų pridėti dar ir **taupymui laikomų pinigų paklausą**. Ši pinigų paklausos forma priklauso nuo skirtumo tarp palūkanų, mokamų už PP sąskaitas, ir palūkanų, gaunamų naudojantis kitais taupymo būdais — terminuotaisiais indėliais, vertybiniais popieriais. Kadangi PP sąskaitų palūkanų norma yra nekintama, tai minėtas skirtumas priklauso nuo palūkanų, mokamų už terminuotuosius indėlius bei vertybinius popierius.

PINIGŲ PAKLAUSOS FUNKCIJA

Pinigų paklausą galima traktuoti ir formaliau — remtis mikroekonomikos teorijos standartine paklausos funkcija. Protingas žmogus arba firma spręsdami, kiek laikyti pinigų, samrotauja panašiai, kaip spręsdami, kiek reikia turėti visų kitų prekių. Taigi pinigų paklausą lemia tie patys veiksniai, nuo

kurių priklauso šaldytuvų, klavesinų ar kramtomosios gumos paklausa. Tuos veiksnius ekonomistai grupuoja pagal apibendrintą paklausos funkciją:

$$P_A = f\,(K_A, K_P, K_K, YK, Z);$$

Čia P_A yra prekės A paklausa, K_A yra jos kaina, K_P — pakaitalo kaina, K_K — papildančiosios prekės kaina (pavyzdžiui, sviesto, jei rašome duonos paklausos funkciją), YK yra nominaliosios pajamos, Z yra visų kintamųjų, vadinamų polinkiais, apibendrinta išraiška. Tas Z apima ne tik tai, ką mes paprastai vadiname polinkiu, bet ir technologinius veiksnius. Pavyzdžiui, jei benzino paklausa sumažėjo dėl to, kad paplito mažiau kuro naudojantys automobiliai, tai irgi reiškia polinkio pasikeitimą. Visa, kas veikia paklausą ir neįeina į kitus paklausos funkcijoje įrašytus kintamuosius, yra laikoma polinkiais.

Taikant šią paklausos funkciją pinigams, pinigų laikymo kaina yra pajamos iš tokių aktyvų, kuriuos jūs būtumėte laikęs kitu atveju, minus pajamos iš pinigų laikymo. Pavyzdžiui, jei pinigų alternatyva yra obligacija, tai pinigų laikymo išlaidos yra obligacijos grynosios palūkanos. Beje, kai kuriems žmonėms alternatyva yra ne obligacijos, o paprastosios akcijos arba fizinis kapitalas. Tada tų aktyvų teikiamos grynosios pajamos ir yra atitinkamų pinigų sumų laikymo išlaidos.

Pinigų pakaitalų laikymo išlaidas sunkiau nustatyti. Vienas iš firmos pinigų pakaitalų yra turėti kredito limitą su neišnaudotu likučiu. Išlaidas šiuo atveju sudaro mokestis bankui už nepanaudotąją kredito limito dalį ir gal paties kredito limito vartojimo išlaidos. Žmogaus pinigų pakaitalas yra kredito kortelė; jos išlaidos yra metinis mokestis už ją plius potencialios išlaidos, jei kortelė yra vartojama. Dar vienas pinigų pakaitalas yra likvidžiųjų aktyvų laikymas vietoj pajamingesnių, bet ne taip likvidžių aktyvų. Tokio pinigų pakaitalo išlaidos yra likvidžių ir ne taip likvidžių aktyvų palūkanų normų skirtumas. Kategorija *pinigus papildantys dalykai* neegzistuoja. Sunku ir įsivaizduoti, kaip jie turėtų atrodyti.

Pajamos ir turtas pinigų paklausą veikia dviem būdais. Vienas jų — poveikis veiklos, kurią pinigai turi atlikti. Suprantama, kuo didesnės jūsų išlaidos, tuo didesnių sandėrių likučių ir draudžiamųjų likučių jūs norėsite. Antra, kuo didesnės jūsų pajamos bei turtas, tuo daugiau gerų dalykų jūs galite įsigyti, ir vienas iš tokių gerų dalykų yra nebūti verčiamam vaikytis kiekvienos galimybės užsidirbti palūkanų. Koks varganas žmogelis gal kiekvieną dieną skaičiuoja savo sąskaitas ir dažnai kilnoja lėšas iš sandėrių sąskaitos į taupomąją sąskaitą ir atvirkščiai, kad kuo daugiau uždirbtų palūkanų. O turtingas žmogus gal labiau vertina savo laiką ir atsisako šiek tiek palūkanų, kad tik nereikėtų kvaršinti galvos ir nuolat koreguoti pinigų likučių.

Paskutinis paklausos funkcijos kintamasis — polinkiai — apima visą grupę veiksnių, tarp kitų ir išmokų (mokėjimo) technologiją (ji lemia, per kiek laiko atliekami mokėjimai), išmokų įpročius (nuo jų priklauso, ar už

darbą mokama kartą per mėnesį ar dukart), kredito ir pinigų pakaitalų prieinamumą, požiūrį į uždelstas išmokas.

Polinkiais vadinamų kintamųjų pokyčiai gali sukelti staigius pinigų paklausos pakitimus. Jei taip atsitiktų, pinigų paklausos funkcija nebūtų tokia reikšminga, nes mes nepajėgiame numatyti ir apskaičiuoti daugelio tų veiksnių, kurie įeina į polinkių sąvoką. Gali atrodyti, kad jei grynųjų palūkanų norma mažėja arba jei pajamos didėja, tai, kitoms sąlygoms nesikeičiant, pinigų paklausa padidės. Tokia nuomonė nėra be pagrindo, bet tai dar neleidžia FRS apskaičiuoti, kokia bus pinigų paklausa, nes FRS negali nustatyti, kiek pinigų paklausą pakeis polinkių kaita. Šiuo atveju kiekybinė pinigų teorija mažai tepagelbės. Kai pinigų paklausa, o dėl to ir jų apyvartos greitis smarkiai svyruoja, žinant vien pinigų pasiūlą, negalima numatyti pajamų.

Ir atvirkščiai, jei pinigų paklausa nekinta ir yra numatoma, BNP prognozavimą galima grįsti kiekybine teorija. Remdamiesi suprastinta pinigų paklausos funkcija

$$P = a + bYK + cn,$$

tarkime, kad koeficientai a, b ir c yra nekintami. Tada, jei yra žinoma, kokie yra P (pinigų kiekis) ir n (palūkanų norma), galima apskaičiuoti YK (nominaliąsias pajamas). Kaip tik dėl šito galėjimo numatyti BNP, remiantis pinigų pasiūlos duomenimis, pinigų paklausos funkcijos yra tokios reikšmingos. Jei FRS sugeba tiksliai numatyti pinigų paklausą, tai ji gali keisti pinigų pasiūlą tokiu dydžiu, kokio reikia, kad pajamos būtų tokios, kokias FRS yra planavusi.

PINIGŲ PAKLAUSOS STATISTINĖS FUNKCIJOS

Kad nustatytume, ar galima numatyti pinigų paklausą, apibendrintą pinigų paklausos funkciją reikia suprastinti. Pirma, nieko nesakantį kintamąjį *pinigus papildantys dalykai* reikia atmesti. Daugelis ekonomistų atmeta ir pinigų pakaitalų kintamąjį. Iš esmės imant, pinigų pakaitalai turėtų būti pinigų paklausos funkcijoje, bet jeigu pinigų paklausa labai nejautri pinigų pakaitalų kainai arba jeigu pinigų pakaitalų kaina mažai keičiasi, tai tikrai galima atsisakyti šio kintamojo. Be to, paprastai atsisakoma ir polinkių kintamojo, nes pernelyg sunku jį apskaičiuoti.

Taigi lieka tik palūkanų norma, pajamos ir turtas. Daugeliu (nors ne visomis) statistinių pinigų paklausos funkcijų galima apskaičiuoti palūkanų normą pagal trumpalaikių paskolų palūkanų normas — iždo vekselių palūkanų normą ir terminuotų indėlių palūkanų normą. Tai nėra idealus metodas. Iš esmės pinigų paklausa priklauso nuo daugelio palūkanų normų, taip pat nuo pajamų, gaunamų iš kitų aktyvų, pavyzdžiui, paprastųjų akcijų. Tačiau daugelis ekonomistų yra įsitikinę, jog visų kitų aktyvų duodamų pa-

jamų dydis gana glaudžiai siejasi su iždo vekselių pajamingumu, todėl iždo vekselių palūkanų norma kartu su palūkanų norma, mokama už terminuotuosius indėlius, gali būti laikoma palūkanų normos apskritai išraiška. Pajamos dažnai reiškiamos esamuoju BNP. Tai teisinga, jei pajamos į pinigų paklausos funkciją įtraukiamos dėl to, kad sandėriams sudaryti reikia pinigų. Bet jei pajamos įtraukiamos dėl to, kad kuo didesnės kieno nors pajamos, tuo paprasčiau tam subjektui pasirinkti prabangą laikyti pinigus, užuot laikius pelningesnius kvazipinigus, tai šių metų BNP įrašyti negalima. Tada geriau tinka pastoviosios pajamos arba turtas. Nors yra pinigų paklausos funkcijų, kuriose įrašomas esamasis BNP, kiti funkcijų variantai remiasi pastoviosiomis pajamomis.

Kiek tokios pinigų paklausos funkcijos tinka apskaičiuoti *P1*, priklauso nuo aplinkybių, kurios ilgainiui keičiasi. Tos funkcijos netiko laikotarpiui nuo 1915 metų iki 6 dešimtmečio pradžios, bet po to puikiausiai tiko iki 8 dešimtmečio pradžios. Vėliau jos išsigimė. Maždaug nuo 1973 m. pinigų paklausa buvo daug mažesnė, negu numatė dauguma pinigų paklausos funkcijų. *„Dingusieji pinigai"* — tipiška ekonomikos teorijos mįslė. Vėliau, 9 dešimtmečio pradžioje, pinigų paklausa didėjo sparčiau, negu buvo numatyta.

Kas lėmė tas dideles 8 dešimtmečio klaidas? Tiksliai pasakyti negalima, bet atrodo, kad pagrindinė priežastis buvo spartus finansinių naujovių diegimas. Palūkanos už vertybinius popierius labai didėjo. O duomenų apdorojimo išlaidos sparčiai mažėjo. Todėl firmos sukūrė ekonomiškus pinigų atsargų laikymo metodus. Pavyzdžiui, jos pradėjo daugelį išmokų pervedinėti ne paštu, bet telegrafu, ir todėl galėjo naudoti lėšas iki pat paskutinio momento. Be to, daugelis firmų ėmė dalyvauti vadinamojoje užrakintos dėžutės sistemoje: klientai prašomi siųsti savo išmokas į centre esančio pašto skyriaus dėžutę, kurią firmos bankas atidaro keletą kartų per dieną ir deponuoja čekius tiesiai į firmos sąskaitą. Firmos sumažino savo pinigų atsargas ir kitu būdu — pradėjo sudarinėti atpirkimo sutartis ir einamųjų sąskaitų indėlius perkėlinėti į palūkanas teikiančių indėlių sąskaitas. (Žmonės taip pat ėmė daugiau naudotis kvazipinigais, pavyzdžiui, pinigų rinkos fondais.) Kai kurie ekonomistai į savo sudarytas pinigų paklausos funkcijas pradėjo įtraukti firmų grynųjų pinigų srautą, pavyzdžiui, telegrafinius pervedimus. Tai iš esmės sumažino pinigų paklausos funkcijos paklaidas 8 dešimtmetyje.

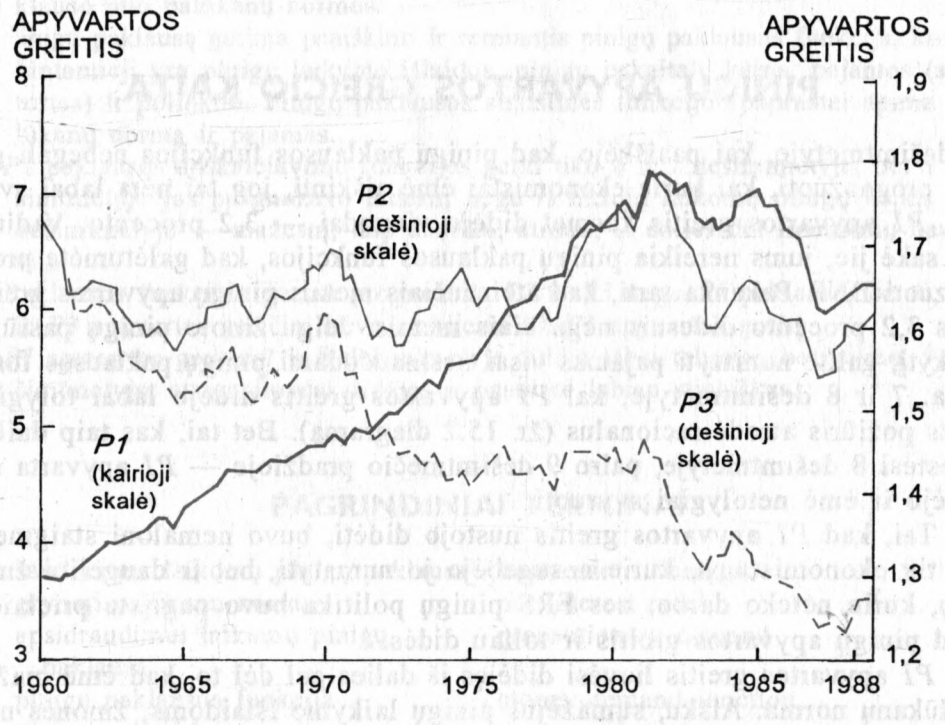
9 dešimtmetyje pinigų paklausos funkcijos susikompromitavo dėl naujų įstatymų, kurie leido mokėti palūkanas už čekinius indėlius. Rezultatas buvo toks, kad padidėjo taupymui skirtų pinigų paklausa. Be to, sumažėjo skirtumas tarp *P1* ir *P2*. Kol *P1* sudarė daugiausia sandėriams bei apsidraudimui laikomos lėšos, jis daug labiau skyrėsi nuo kitų aktyvų negu dabar. Dabar kitų aktyvų paklausos pokyčiai veikia *P1* elementų paklausą stipriau negu įprasta, ir tai daro *P1* paklausą daug nepastovesnę.

P1 paklausa taip pat pasidarė lankstesnė palūkanų atžvilgiu, nes taupymui skirtų pinigų paklausa yra kur kas labiau susijusi su palūkanų norma

negu paklausa tų lėšų, kurios laikomos sandėriams ir apsidraudimui. Iš pirmo žvilgsnio gali atrodyti, kad jautresnis reagavimas į palūkanų normą paprasčiausiai pakeičia palūkanų normą reiškiančio nario koeficientą pinigų paklausos funkcijoje, bet nesumažina galimybės tą funkciją pritaikyti. Tačiau taip nėra. Jei tapę taupymo priemone pinigai ima konkuruoti su daugeliu kitų aktyvų, tai pinigų paklausa ima priklausyti nuo daugybės palūkanų normų. Tik kelios jų yra įtraukiamos į pinigų paklausos funkciją, todėl ši funkcija ir nebegali taip gerai prognozuoti, kaip tada, kai pinigai taupymui mažai buvo vartojami.

Viena iš galimų išeičių yra pinigus apibrėžti ne kaip *P1*, bet kaip *P2* ir *P3*. Tada nebus svarbu tai, kad žmonės perkelia lėšas iš perleidžiamojo pavedimo (PP) sąskaitų į, tarkime, taupomąsias sąskaitas, kadangi *P2* ir *P3* tokius perkėlimus padaro vidaus operacijomis. Taigi nieko nuostabaus, kad *P2* paklausos funkcijos yra stabilesnės už *P1* paklausos funkcijas.

15.2 diagrama. Pinigų apyvartos greičio kaita. 1960–1988 m. *P1* apyvartos greitis iki 1981 m. didėjo labai tolygiai. Po to jis sulėtėjo. *P2* ir *P3* apyvartos greičiai iki 1981 m. buvo sunkiau prognozuojami, negu *P1* apyvartos greitis, bet jų vėlesnė kaita jau nedaug skyrėsi nuo *P1* apyvartos greičio



Šaltinis: *Citibase*, 1989, kovas.

Tačiau toks sprendimas turi ir keblumų. *P2* ir *P3* paklausos funkcijoje turi būti palūkanų norma, mokama už *P2* arba *P3*. Vadinasi, jei kas nors nori taikyti tokią paklausos funkciją, turi iš anksto numatyti tą palūkanų normą, kad galėtų ją įrašyti į lygtį su *P2* arba *P3*, o tai nelengva. Be to, viena iš svarbių pinigų paklausos funkcijos užduočių yra padėti FRS realizuoti savo pinigų politiką, t. y. sudaryti galimybę nustatyti, kiek ji turi pakeisti pinigų pasiūlą, kad sukeltų pageidaujamą BNP pokytį. Vadinasi, pinigų paklausos funkcijoje turi būti įrašytas toks pinigų kiekio rodiklis, kurį FRS gali gerai kontroliuoti. O FRS turbūt negali kontroliuoti *P2* ir *P3* taip gerai kaip *P1*. Kai kuriems ekonomistams kelia nerimą dar vienas dalykas — bent intuityviai galima daryti prielaidą, kad išlaidos yra glaudžiau susijusios su visiškai likvidžių aktyvų rodikliais, taigi su *P1*, o ne su *P2* ir *P3*, į kuriuos įeina ir ne tokie likvidūs aktyvai. Išeitis, ko gero, galėtų būti įtraukimas dar vieno rodiklio, apibūdinto 10 skyriuje, — neterminuoto *P3*. Šiandien dar per anksti spręsti, ar tai gera išeitis. Šiuo metu FRS daugiau remiasi *P2* ir *P3* negu *P1*, kuriuo ji rėmėsi 8 dešimtmetyje.

Dabar dedama daug pastangų apskaičiuoti pinigų paklausos funkcijas. Kai kurie ekonomistai yra sudarę *P1* paklausos funkcijas, kurios tiko tiems keliems metams, kai jie tas funkcijas taikė. Tačiau kai buvo gauti dar kitų metų duomenys, tos funkcijos (kaip jau ne sykį yra buvę) nebedavė gerų rezultatų. Gal dar kas nors čia pasikeis.

PINIGŲ APYVARTOS GREIČIO KAITA

8 dešimtmetyje, kai paaiškėjo, kad pinigų paklausos funkcijos nebegali gerai prognozuoti, kai kurie ekonomistai ėmė aiškinti, jog tai nėra labai svarbu. *P1* apyvartos greitis kasmet didėjo vienodai — 3,2 procento. Vadinasi, sakė jie, jums nereikia pinigų paklausos funkcijos, kad galėtumėte prognozuoti BNP. Pakanka tarti, kad ateinančiais metais pinigų apyvartos greitis bus 3,2 procento didesnis negu šiais metais. Jeigu žinote pinigų pasiūlos pokytį, galite numatyti pajamas visai nesinaudodami pinigų paklausos funkcija. 7 ir 8 dešimtmetyje, kai *P1* apyvartos greitis didėjo labai tolygiai, toks požiūris atrodė racionalus (žr. 15.2 diagramą). Bet tai, kas taip dailiai klostėsi 8 dešimtmetyje, pairo 9 dešimtmečio pradžioje — *P1* apyvarta sulėtėjo ir ėmė netolygiai svyruoti.

Tai, kad *P1* apyvartos greitis nustojo didėti, buvo nemaloni staigmena ne tik ekonomistams, kurie nesugebėjo jo numatyti, bet ir daugeliui žmonių, kurie neteko darbo, nes FRS pinigų politika buvo pagrįsta prielaida, kad pinigų apyvartos greitis ir toliau didės.

P1 apyvartos greitis liovėsi didėjęs iš dalies gal dėl to, kad ėmė mažėti palūkanų norma. Aišku, sumažėjus pinigų laikymo išlaidoms, žmonės nori laikyti daugiau (skaičiuojant vienam pajamų doleriui) pinigų. Be to, pini-

gų apyvartos greitis nustojo didėjęs dar ir dėl to, kad pradėta mokėti palūkanas už čekinius indėlius. 15.2 diagrama rodo, kad *P2* ir *P3* apyvartos greitis didėjo kur kas tolygiau nei *P1*.

SANTRAUKA

1. Sandėrių likučiai yra laikomi tam, kad būtų išvengta išlaidų ir gaišaties, atsirandančių dažnai įsigyjant ir po to vėl likviduojant kvazipinigus bei vertybinius popierius (pervedant juos į grynuosius pinigus). Sandėrių likučių dydis priklauso nuo lėšų investavimo ir neigiamo investavimo (įdėjimų mažinimo) išlaidų bei rūpesčių, nuo pinigų teikiamos grynosios palūkanų normos ir nuo planuojamų sandėrių masto.
2. Žmonės laiko draudžiamuosius likučius tam, kad turėtų iš ko apmokėti netikėtas išlaidas. Tie likučiai yra dar viena netikėtų išlaidų problemos sprendimo galimybė šalia kitų — numatytų išlaidų mažinimo, aktyvų pardavimo, skolinimosi, atsisakymo mokėti. Draudžiamųjų likučių apimtis priklauso nuo jų išlaidų (imant pačias mažiausias) palyginti su grynąja palūkanų norma ir su tikimybe turėti nenumatytų išlaidų. Taigi draudžiamuosius likučius, kaip ir sandėrių likučius, lemia grynosios palūkanų normos.
3. Pinigai laikomi ir kaip taupymo priemonė. Jų paklausa šiam tikslui taip pat priklauso nuo palūkanų normos.
4. Pinigų paklausą galima paaiškinti ir remiantis pinigų paklausos funkcija, kurios kintamieji yra pinigų laikymo išlaidos, pinigų pakaitalų kaina, pajamos (arba turtas) ir polinkiai. Pinigų paklausos statistinės funkcijos paprastai apima palūkanų normą ir pajamas.
5. *P1* paklausos apskaičiavimo funkcijos gerai tiko 6 ir 7 dešimtmetyje, bet 8 dešimtmetyje jos prognozavo didesnį negu iš tikrųjų laikomų pinigų kiekį, o 9 dešimtmetyje — mažesnį; taip atsitiko, atrodo, iš dalies dėl finansinių naujovių.
6. Paklausos funkcijos geriau prognozavo *P2* ir *P3* negu *P1* paklausą; be to, *P2* ir *P3* apyvartos greičiai buvo stabilesni už *P1* apyvartos greitį.
7. *P1* apyvartos greitis 7 ir 8 dešimtmetyje didėjo labai tolygiai, bet vėliau, 9 dešimtmetyje, staiga liovėsi didėjęs ir pasidarė labiau stichiškas.

PAGRINDINIAI TERMINAI

sandėriams laikomų pinigų paklausa	transactions demand
grynoji palūkanų norma	net interest rate
apsidraudimui laikomų pinigų paklausa	precautionary demand
pinigų paklausos funkcija	money-demand function
pinigų pakaitalai	money substitutes
kvazipinigai	near-money

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Paaiškinkite, kaip spręsite, kiek pinigų jums reikia laikyti. Kuo skirtųsi jūsų atsakymas, jeigu jūsų pajamos būtų penkis kartus didesnės nei dabar.
2. Pinigų paklausa priklauso nuo palūkanų normos dėl kelių priežasčių. Kokios tos priežastys?
3. Pasamprotaukite dėl teiginio: „Šiame skyriuje padėta daug nereikalingų pastangų, norint įrodyti, kad pinigų paklausa priklauso nuo palūkanų normos. Toks įmantrus įrodinėjimas vargiai reikalingas; pakanka elementarių mikroekonomikos žinių, kad suvoktume, jog pinigų paklausa priklauso nuo palūkanų normos".
4. Kokio dydžio draudžiamąjį likutį nuspręsite turėti, jei jau esate baigęs universitetą ir gaunate dideles pajamas?
5. Pinigų paklausos statistinėse funkcijose paprastai įrašomas esamasis BNP arba BNP, apskaičiuotas pagal pastoviųjų pajamų prielaidą. Ar BNP visada yra tinkamas kintamasis apskaičiuojant pajamas? Kokios yra kitos realios galimybės?
6. Paaiškinkite 8 dešimtmetyje buvusią „dingusiųjų pinigų" problemą.

LITERATŪRA

Michael Dotsey. An Investigation of Cash Management Practices and Their Effects on the Demand for Money. — Economic Review. Federal Reserve Bank of Richmond, 70 (1984, rugsėjis/spalis), p. 3–13. Gerai aprašyta grynųjų pinigų tvarkymo praktika, pateiktas statistinis jos galimybių paaiškinti „dingusiuosius pinigus" testas.

Federal Reserve Bank of San Francisco. Monetary Targeting and Velocity. San Francisco, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1984. Tai konferencijos medžiagos rinkinys, kuriame pateikta keletas svarbių pranešimų apie labai sumažėjusį pinigų apyvartos greitį.

John Judd, John Scadding. The Search for a Stable Money Demand Function. — Journal of Economic Literature, 20 (1982, rugsėjis), p. 993–1023. Išsami „dingusiųjų pinigų" problemos apžvalga.

David Laidler. The Demand for Money. 3-as leid. New York, Harper and Row, 1985. Gerai parengta teorinės ir ekonometrinės literatūros apie pinigų paklausą apžvalga.

PRIEDAS: SANDĖRIAMS LAIKOMŲ PINIGŲ PAKLAUSOS MODELIS

Yra sukurta daug sudėtingų modelių, kurių paskirtis — nustatyti, kiek firmos turi laikyti sandėriams skirtų pinigų. Mes čia parodysime patį principą, paėmę kaip pavyzdį paprastą modelį, kurį sukūrė Viljamas Bomolis (William Baumol) iš Prinstono universiteto.

Tarkime, parduodami vertybinius popierius arba kvazipinigus, kurie yra jūsų nuosavybė, jūs finansuojate nenutrūkstamą išlaidų srautą. Ir dar, tarkime, kad brokerių komispinigiai ir kitos vertybinių popierių pardavimo išlaidos kiekvieną kartą yra tam tikras nekintamas dydis, nepriklausomas nuo realizuojamų vertybinių popierių kiekio.

Ar dažnai turėtume pardavinėti savo vertybinius popierius arba kvazipinigus? Jeigu, prireikus pinigų, parduotumėte visus savo vertybinius popierius iš karto, brokeriams už paslaugas turėtumėte sumokėti komispinigius tik vieną kartą. Tačiau per kartą įsigiję visus pinigus, kurių jums prireiks ateityje, turite ir kitų išlaidų: netenkate tam tikrų pajamų, kurias būtumėte gavę kaip palūkanas, jei daugumą vertybinių popierių būtumėte laikęs ilgesnį laiką. Norint kad kuo mažesnės būtų išlaidos, kurias sudaro prarastos palūkanos, jums derėtų parduoti vertybinius popierius ne visus iš karto, o po vieną.

Geriausia taktika yra minimizuoti abiejų rūšių išlaidas — brokerių komispinigius ir prarastųjų palūkanų išlaidas. Bendrąsias išlaidas galime užrašyti taip:

$$Q = bT/S + nS/2;$$

čia Q yra bendrosios išlaidos, b yra brokerių komispinigiai, T — visi per metus jūsų parduodami vertybiniai popieriai ir S — kiekvieną kartą parduodamų vertybinių popierių suma; taigi T/S rodo, kiek kartų per metus jūs parduodate vertybinius popierius ir mokate brokeriams komispinigius. Palūkanų norma yra n. Pirmasis narys, bT/S, reiškia brokerių komispinigius. Antrasis narys, $nS/2$, reiškia prarastąsias palūkanas. Jei jūs kiekvieną kartą parduodate S dolerių vertybinių popierių ir gautas įplaukas išleidžiate tolygiai, vidutiniškai jūs kasdien laikote $S/2$ dolerių. Vadinasi, jūsų prarastosios palūkanos yra $nS/2$.

Yra tam tikras matematinis būdas (pirmąjį sprendinį prilyginant nuliui), kuriuo apskaičiuojame minimalią Q reikšmę. Minimumas susidarys, kai

$$S = \sqrt{2bT/n}.$$

Taigi kiekvieną kartą jūs turėtumėte parduoti tuo daugiau vertybinių popierių, kuo didesni yra brokerių komispinigiai ir kuo mažesnė yra palūka-

nų norma. Atitinkamai turėtumėte pardavinėti juos tuo rečiau ir tuo didesniais kiekiais, kuo didesni yra nekintami brokerių komispinigiai ir mažesnė palūkanų norma.

Beje, antroji lygtis aiškina jūsų laikomų grynųjų pinigų lankstumą palūkanų normos atžvilgiu. Jei S yra kvadratinės šaknies iš n funkcija, tai lankstumas palūkanų atžvilgiu yra $-1/2$. Taip yra ir jeigu jūsų parduodamų vertybinių popierių kiekį sutapatiname su jūsų pajamomis: jūsų pinigų paklausos lankstumas pajamų atžvilgiu yra 1/2.

Dėl dviejų priežasčių šias išvadas reikėtų priimti kiek atsargiai. Pirma, jos taikytinos tik sandėriams laikomų pinigų paklausai. Faktiškai firmos laiko kur kas daugiau pinigų, nes joms jų reikia ir kompensaciniams likučiams. Antra, šiame pasakojime mes pavaizdavome, kad jūs visus metus savo išlaidas apmokate pardavinėdamas turimus vertybinius popierius. Betgi daugelis mūsų su išlaidomis susitvarko ne išparduodami savo vertybinių popierių paketą, o mokėdami grynaisiais pinigais iš gaunamų pajamų. Palūkanų normos turėtų būti neregėtai didelės, kad gavusiam atlyginimą eiliniam žmogui apsimokėtų pirkti vertybinius popierius, o po to apmokėti išlaidas juos parduodant. Tačiau tai gali apsimokėti toms firmoms bei turtingiems asmenims, kurie gauna dideles pajamų sumas. Pavyzdžiui, Kalėdų eglučių papuošalų gamintojui, kuris didžiąją dalį savo pajamų gauna lapkričio ir gruodžio mėnesiais, tikrai pravartu tuomet pirkti vertybinius popierius, o vėliau, per visus ateinančius metus, pardavinėti juos pagal antrosios lygties principą.

16
SKYRIUS

Visuminė paklausa: visas modelis

Aptarę kiekvieną pajamų ir išlaidų modelio komponentą atskirai, dabar galime pažvelgti į visą modelį; padarykime prielaidą, kad infliacijos tempai yra nekintami. (Esant tokiai prielaidai, kai kas gali pasakyti, jog tada pinigų pasiūlos didinimas nuolat mažins palūkanų normą, nes jis neveiks infliacijos.) Remdamiesi šiuo modeliu, panagrinėsime, kaip pinigų ir mokesčių politika keičia visuminę paklausą.

DERINANT ELEMENTUS

Tarkime, kad ribinis investicijų efektyvumas didėja. Jų apimtis padidėja, pavyzdžiui, 10 mlrd. dolerių per metus. Jei multiplikatorius yra, tarkim, 2, tai argi pajamos per metus nepadidės 20 mlrd. dolerių? Ne, nepadidės, nes kažką dar praleidome. O praleidome palūkanų normos reagavimą į investicijų ir pajamų didėjimą bei grįžtamąjį pakitusios palūkanų normos poveikį pajamoms. Kai investicijos ir pajamos didėja, didesnė pasidaro pinigų paklausa, ir todėl padidėja palūkanų norma. Tai pradeda mažinti pajamas. Taigi, iš pradžių pajamoms didėjant, o vėliau mažėjant, ar galima būti tikriems, kad investicijų padidėjimas iš tiesų padidins pajamas?

Iš pirmo žvilgsnio atrodo, jog atsiduriame aklavietėje. Norint žinoti, kokios bus pajamos, reikia žinoti, kokia yra palūkanų norma. Tačiau palūkanų norma iš dalies priklauso ir nuo pajamų dydžio. Laimė, išeitis yra. Reikia spręsti uždavinį iškart, tuo pačiu metu ieškoti pajamų ir palūkanų normos reikšmių ir kartu stebėti tiek prekių bei paslaugų, tiek pinigų rinką. Šitaip būsime tikri, kad palūkanų norma, pagal kurią apskaičiavome pajamas, yra ta pati palūkanų norma, kurią gavome skaičiuodami, kokią palūkanų normą nulėmė pajamos kartu su kitais kintamaisiais. Šį pajamų ir palūkanų normos interpretavimo būdą iliustruoja **IS ir LP diagrama**, kuri vienu metu rodo pusiausvyrą ir prekių bei paslaugų rinkoje, ir pinigų rinkoje.

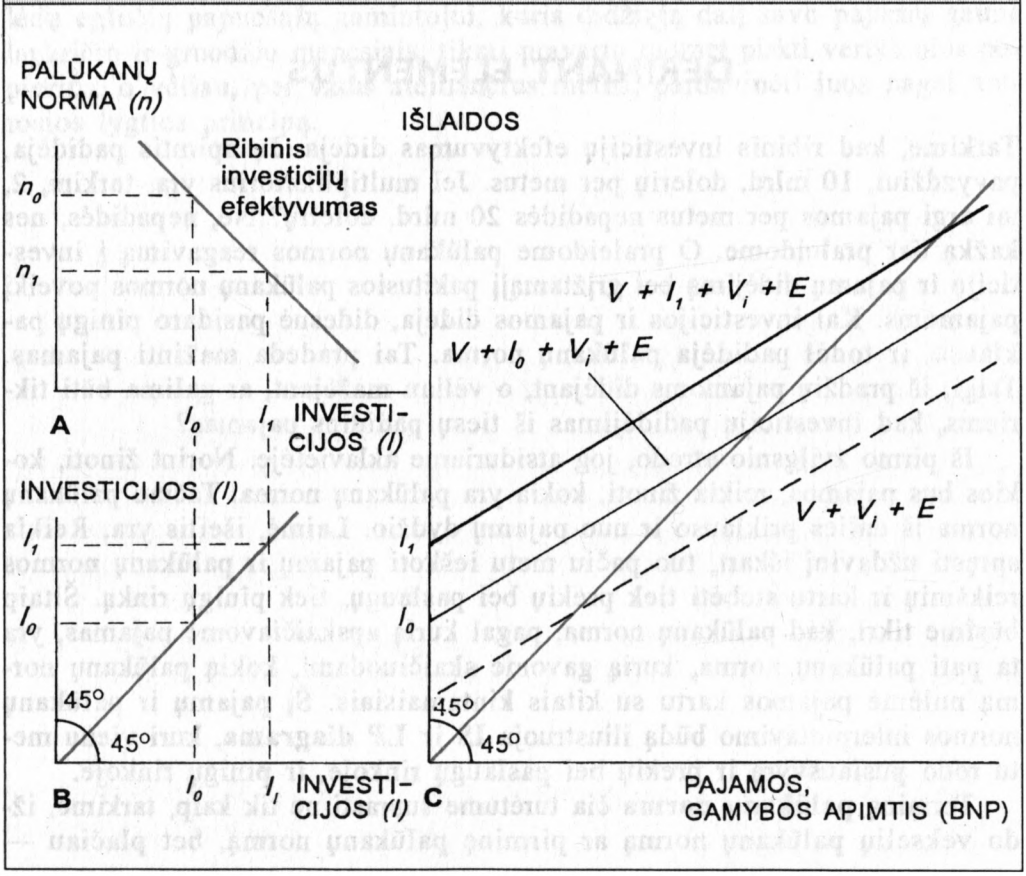
Terminą **palūkanų norma** čia turėtume suprasti ne tik kaip, tarkime, iždo vekselių palūkanų normą ar pirminę palūkanų normą, bet plačiau —

kaip visumines skolinimosi ir jo sunkumų išlaidas. Pavyzdžiui, jei firma daugiau nebegali skolintis pinigų, nes jie pasidarė sunkiai beprieinami, tai vadinsime **palūkanų normos padidėjimu.**

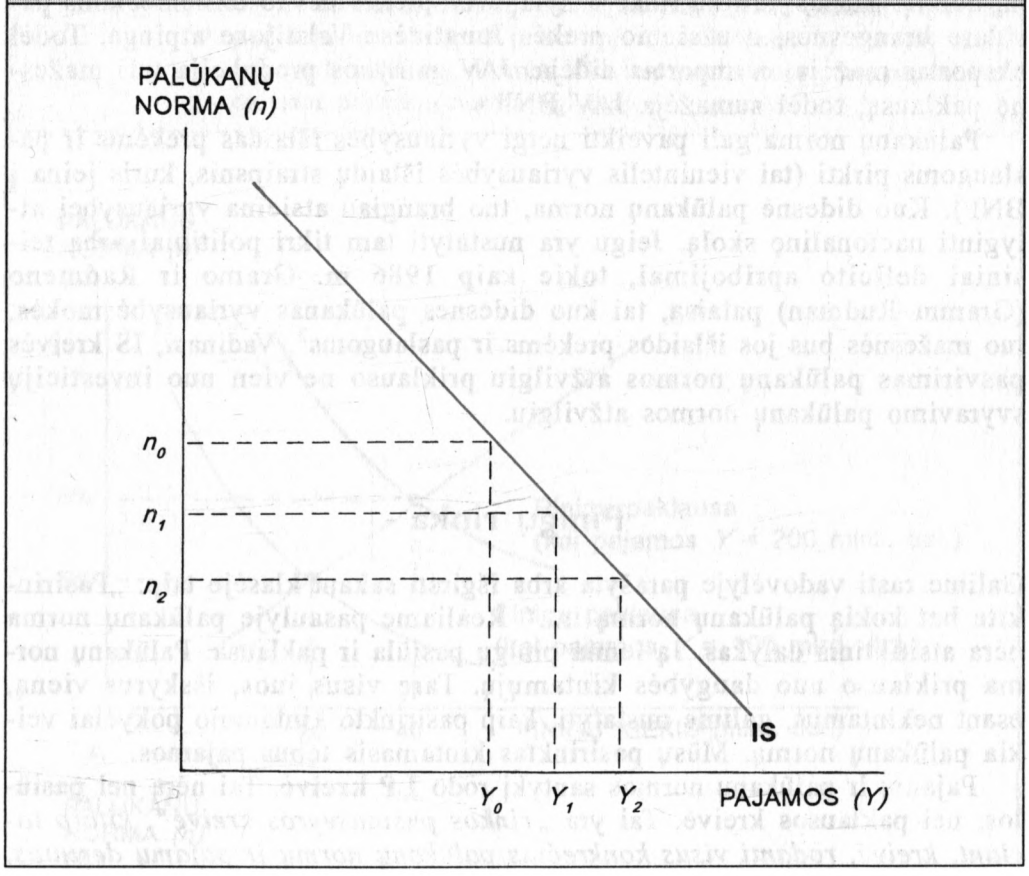
Prekių ir paslaugų rinka

Dabar sugretinsime palūkanų normos ir investicijų pokyčius. 16.1 diagramos A dalis rodo santykį tarp palūkanų normos ir investicijų. Kai palūkanų norma sumažėja nuo n_0 iki n_1, investicijos padidėja nuo I_0 iki I_1. B dalyje I_0 ir I_1 kreivės 45° pasvirusia linija perkeliamos iš horizontaliosios ašies į vertikaliąją ašį. C dalyje yra *Keinso kryžiaus* diagrama iš 13 skyriaus, rodanti, kaip pajamos reaguoja į investicijų pokyčius. Čia matome,

16.1 diagrama. Kaip palūkanų normos pokyčiai veikia nominalųjį BNP. A dalis rodo, kaip, kintant palūkanų normai, pakinta investicijos. B dalis tuos investicijų pokyčius perkelia iš horizontaliosios ašies į vertikaliąją. C dalyje pasinaudota Keinso kryžiumi, kuriuo parodoma, kaip dėl to kinta pajamos



16.2 diagrama. IS kreivė. IS kreivė rodo palūkanų normos santykį su atitinkamu pajamų dydžiu, kurį palūkanų norma nulemia



jog kiekviena palūkanų norma lemia tam tikro dydžio pajamas. 16.2 diagramoje parodyta kreivė, vadinama **IS kreive**, kuri kiekvieną palūkanų normą gretina su ją atitinkančiu pajamų dydžiu[1]. Kitaip tariant, palūkanų norma nulemia investicijų dydį, o po to investicijų dydis kartu su multiplikatoriumi nulemia pajamas.

Ligi šiol darėme prielaidą (visai nepagrįstą), kad palūkanų normos pokyčiai veikia tik investicijas, bet nepaliečia kitų išlaidų. Tačiau palūkanų norma, kaip anksčiau esame sakę, veikia ir vartojimą. Ji taip pat turi įtakos importui bei eksportui. Jei Jungtinėse Valstijose palūkanų norma padidėja, užsieniečiai stengiasi pirkti daugiau JAV vertybinių popierių, ir dėl to jiems reikia daugiau dolerių. Tuo pat metu amerikiečiai ima pageidauti ma-

[1] Pavadinimas IS atsirado iš to, kad kai prekių ir paslaugų rinka yra pusiausvira, numatomos *investicijos yra lygios* numatomoms *santaupoms*. Vienu metu makroekonomikos apibrėžimas buvo grindžiamas šita lygybe, iš čia ir kilo IS (*investicijos* ir *santaupos*) kreivės pavadinimas. Kategorija LP, prie kurios netrukus prieisime, kilo iš žodžių *pinigų* ir *likvidumo* pirmenybė.

žiau užsienio vertybinių popierių, todėl jų užsienio valiutos paklausa sumažėja. Kada dolerių paklausa didėja, o užsienio valiutos paklausa mažėja, dolerio kursas valiutų rinkoje kyla. JAV prekės dėl to užsieniečiams pasidaro brangesnės, o užsienio prekės Jungtinėse Valstijose atpinga. Todėl eksportas mažėja, o importas didėja. JAV gamybos produkcija turi mažesnę paklausą, todėl sumažėja JAV BNP.

Palūkanų norma gali paveikti netgi vyriausybės išlaidas prekėms ir paslaugoms pirkti (tai vienintelis vyriausybės išlaidų straipsnis, kuris įeina į BNP). Kuo didesnė palūkanų norma, tuo brangiau atsieina vyriausybei atlyginti nacionalinę skolą. Jeigu yra nustatyti tam tikri politiniai arba teisiniai deficito apribojimai, tokie kaip 1986 m. Gramo ir Radmeno (Gramm–Rudman) pataisa, tai kuo didesnes palūkanas vyriausybė mokės, tuo mažesnės bus jos išlaidos prekėms ir paslaugoms[2]. Vadinasi, IS kreivės pasvirimas palūkanų normos atžvilgiu priklauso ne vien nuo investicijų svyravimo palūkanų normos atžvilgiu.

Pinigų rinka

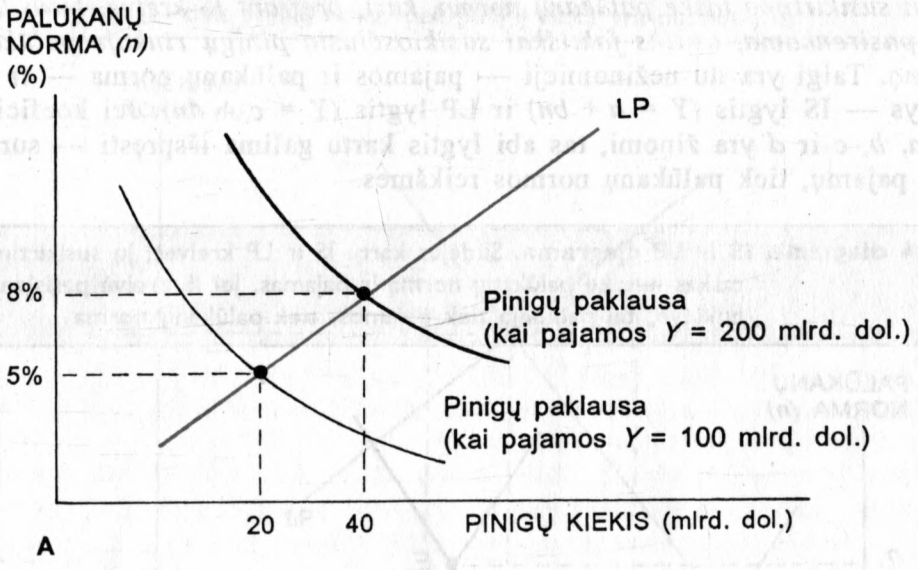
Galime rasti vadovėlyje parašyta arba išgirsti sakant klasėje taip: „Pasirinkite bet kokią palūkanų normą ir...“ Realiame pasaulyje palūkanų norma nėra atsitiktinis dalykas. Ją lemia pinigų pasiūla ir paklausa. Palūkanų norma priklauso nuo daugybės kintamųjų. Tarę visus juos, išskyrus vieną, esant nekintamus, galime nustatyti, kaip pasirinkto kintamojo pokyčiai veikia palūkanų normą. Mūsų pasirinktas kintamasis tebus pajamos.

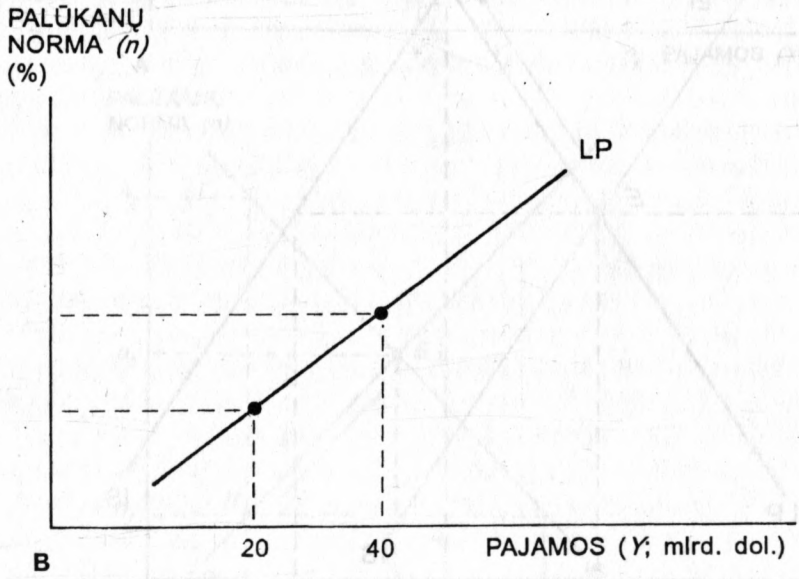
Pajamų ir palūkanų normos santykį rodo **LP kreivė**. Tai nėra nei pasiūlos, nei paklausos kreivė. Tai yra *„rinkos pusiausvyros kreivė“, kitaip tariant, kreivė, rodanti visus konkrečius palūkanų normų ir pajamų derinius, kuriems esant pinigų pasiūla ir jų paklausa yra lygios.* Ji kyla aukštyn, nes kuo didesnės pajamos, tuo didesnė ir pinigų paklausa. Taigi tam, kad žmonės norėtų laikyti pinigų ne daugiau negu esama pasiūla, reikia didesnės palūkanų normos. Kitaip tariant, *pinigų paklausa yra tiesiog proporcinga pajamoms ir atvirkščiai proporcinga palūkanų normai; vadinasi, egzistuoja tam tikras pajamų ir palūkanų normos derinys, kuris esamą pinigų paklausą padaro lygią bet kuriai konkrečiai pinigų pasiūlai.* 16.3 diagrama rodo, kaip išvedama LP kreivė. A dalyje pateikiama pinigų pasiūla ir paklausa. Jei pajamos sudaro 100 mlrd. dolerių, tai pinigų pasiūla ir paklausa yra lygios viena kitai, esant 5 procentų palūkanų normai. Tačiau kai pajamos pakyla iki 200 mlrd. dolerių, pinigų paklausa viršija jų pasiūlą. Palūkanų norma turi pakilti iki 8 procentų, kad pinigų pasiūla ir paklausa vėl susilygintų. Todėl, kaip matome B dalyje, kiekvienas pajamų dydis pinigų rinkoje yra susijęs su tam tikra palūkanų norma.

---

[2] Tačiau tuo pat metu padidėjusios palūkanų išmokos padidina pajamas, taigi — ir vartojimą.

16.3 diagrama. LP kreivė. A dalyje parodyta, kad pajamoms padidėjus nuo 100 mlrd. dolerių iki 200 mlrd. dolerių pinigų paklausa padidėja nuo 20 iki 40 mlrd. dolerių. Pasekmė yra ta, kad palūkanų norma padidėja nuo 5 iki 8 procentų. B dalis rodo šį santykį tarp pajamų ir palūkanų normos. Čia taip pat matome, jog pajamoms didėjant palūkanų norma irgi didėja

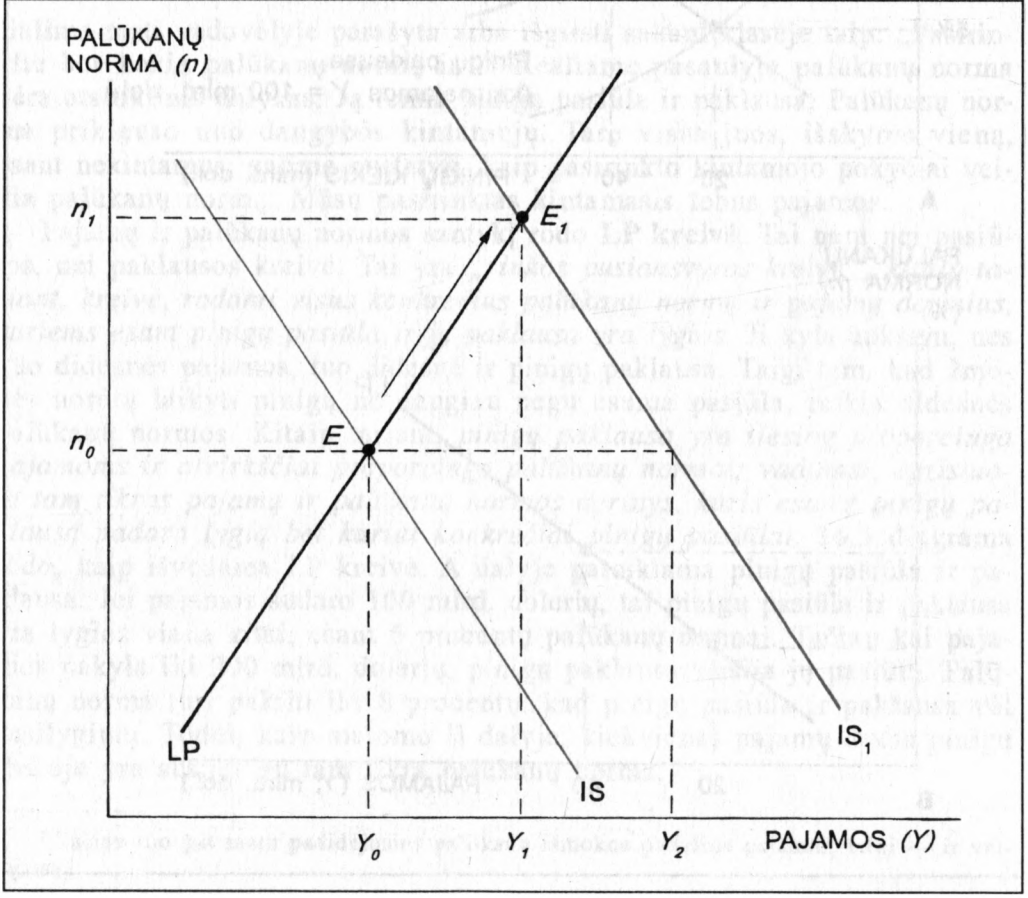




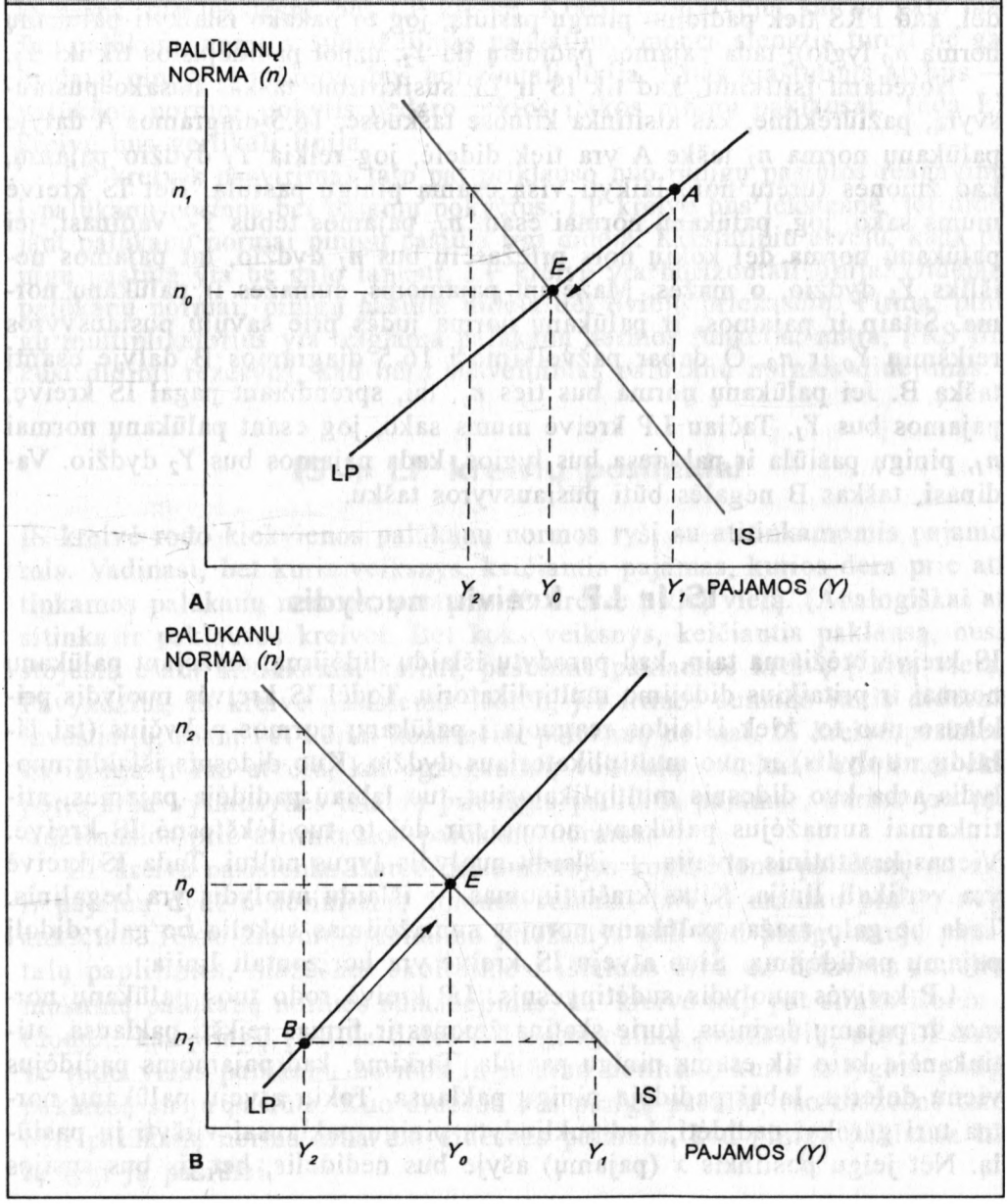
IS ir LP kreivių derinimas

Kadangi 16.2 ir 16.3 diagramų ašimis išreikšti tie patys kintamieji, jas galima sudėti į vieną diagramą. Gausime 16.4 diagramą. Prekių ir paslaugų rinka yra pusiausvira visuose taškuose, kuriuos nužymi IS kreivė. Analogiškai kiekvienas taškas LP kreivėje rodo pinigų rinkos pusiausvyrą. Vadinasi, tiktai abiejų kreivių susikirtimo taške bus pusiausvyra abiejose — tiek prekių, tiek ir pinigų — rinkose, taigi ir visoje ekonomikoje. *Kitaip tariant, tiktai susikirtimo taške palūkanų norma, kuri, brėžiant IS kreivę, buvo laisvai pasirenkama, atitiks faktiškai susiklosčiusią pinigų rinkoje palūkanų normą.* Taigi yra du nežinomieji — pajamos ir palūkanų norma — ir dvi lygtys — IS lygtis $(Y = a + bn)$ ir LP lygtis $(Y = c + dn)$. Jei koeficientai a, b, c ir d yra žinomi, tas abi lygtis kartu galima išspręsti — surasti tiek pajamų, tiek palūkanų normos reikšmes.

16.4 diagrama. IS ir LP diagrama. Sudėjus kartu IS ir LP kreives, jų susikirtimo taškas nusako palūkanų normą ir pajamas. Jei IS kreivė pasislenka aukštyn, tai padidėja tiek pajamos, tiek palūkanų norma



16.5 diagrama. Nepusiausviri taškai IS ir LP diagramoje. Taškas A yra nepusiausviras taškas. Jei palūkanų norma yra n_1, tai LP kreivė rodo, kad pajamos turi būti Y_1. Kitaip tariant, jei palūkanų norma yra aukšta, n_1, tai ir žmonių pajamos turi būti didelės, kad jie norėtų valdyti visą esamą pinigų pasiūlą. Tačiau tokia aukšta palūkanų norma pakerta išlaidas. IS kreivė teigia, kad esant palūkanų normai n_1, pajamos bus tik Y_2. B dalies taške B, kur palūkanų norma yra n_1, pajamos yra Y_2. Tačiau jei pajamos yra Y_2, palūkanų norma turi būti n_2, norint, kad pinigų pasiūla ir paklausa būtų lygios. Kadangi palūkanų norma negali vienukart būti ir n_1, ir n_2 dydžio, taške B ekonomika negali būti pusiausvira. Tik esant n_0, tiek prekių rinka, tiek pinigų rinka yra pusiausviros



Taigi šio skyriaus pradžioje iškeltoji problema dabar išspręsta. Tarkime, kad ribinis investicijų efektyvumas didėja. Bet kurios palūkanų normos atveju firmos dabar investuoja daugiau, ir todėl pajamos, atitinkančios kiekvieną konkrečią palūkanų normą, didėja. Jei IS kreivė 16.4 diagramoje pasislenka iš IS į IS_1, pajamos padidėja nuo Y_0 iki Y_1. Tai padidina palūkanų normą nuo n_0 iki n_1. Niekas negali teigti, jog šis investicijų padidėjimas gali sumažinti pajamas, kadangi padidina palūkanų normą, mažinančią pajamas. Į šį grįžtamąjį poveikį pajamoms jau atsižvelgta LP kreivės kilimu aukštyn. Jei pajamų padidėjimas nebūtų padidinęs palūkanų normos (gal todėl, kad FRS tiek padidino pinigų pasiūlą, jog to pakako išlaikyti palūkanų normą n_0 lygio), tada pajamos padidėtų iki Y_2, užuot padidėjusios tik iki Y_1.

Norėdami įsitikinti, kad tik IS ir LP susikirtimo taškas nusako pusiausvyrą, pažiūrėkime, kas atsitinka kituose taškuose. 16.5 diagramos A dalyje palūkanų norma n_1 taške A yra tiek didelė, jog reikia Y_1 dydžio pajamų, kad žmonės turėtų norą laikyti visą esamą pinigų pasiūlą. Bet IS kreivė mums sako, jog, palūkanų normai esant n_1, pajamos tebus Y_2. Vadinasi, jei palūkanų norma dėl kokių nors priežasčių bus n_1 dydžio, tai pajamos neišliks Y_1 dydžio, o mažės. Mažėjant pajamoms, sumažės ir palūkanų norma. Šitaip ir pajamos, ir palūkanų norma judės prie savųjų pusiausvyros reikšmių Y_0 ir n_0. O dabar pažvelkime į 16.5 diagramos B dalyje esantį tašką B. Jei palūkanų norma bus ties n_1, tai, sprendžiant pagal IS kreivę, pajamos bus Y_1. Tačiau LP kreivė mums sako, jog esant palūkanų normai n_1, pinigų pasiūla ir paklausa bus lygios, kada pajamos bus Y_2 dydžio. Vadinasi, taškas B negalės būti pusiausvyros tašku.

IS ir LP kreivių nuolydis

IS kreivė brėžiama taip, kad parodytų išlaidų didėjimą, mažėjant palūkanų normai ir pritaikius didėjimo multiplikatorių. Todėl IS kreivės nuolydis priklauso nuo to, kiek išlaidos reaguoja į palūkanų normos pokyčius (tai **išlaidų nuolydis**) ir nuo multiplikatoriaus dydžio. Kuo didesnis išlaidų nuolydis arba kuo didesnis multiplikatorius, tuo labiau padidėja pajamos, atitinkamai sumažėjus palūkanų normai, ir dėl to tuo lėkštesnė IS kreivė. Vienas kraštutinis atvejis — išlaidų nuolydis lygus nuliui. Tada IS kreivė yra vertikali linija. Kitas kraštutinumas — išlaidų nuolydis yra begalinis. Tada be galo mažas palūkanų normos sumažėjimas sukelia be galo didelį pajamų padidėjimą. Šiuo atveju IS kreivė yra horizontali linija.

LP kreivės nuolydis sudėtingesnis. LP kreivė rodo tuos palūkanų normos ir pajamų derinius, kurie skatina žmones ir firmas reikšti paklausą, atitinkančią kaip tik esamą pinigų pasiūlą. Tarkime, kad pajamoms padidėjus vienu doleriu, labai padidėja pinigų paklausa. Tokiu atveju palūkanų norma turi gerokai padidėti, kad sukliudytų pinigų paklausai viršyti jų pasiūlą. Net jeigu poslinkis x (pajamų) ašyje bus nedidelis, bet jis bus susijęs

su dideliu poslinkiu *y* (palūkanų normos) ašyje, — LP kreivė bus stati.

Dabar pažvelkime, kaip pinigų paklausa reaguoja į palūkanų normą. Jei palyginti nedidelis palūkanų normos padidėjimas skatina žmones gerokai sumažinti laikomų pinigų kiekį, tai pakanka nedidelio palūkanų normos pakilimo, kad būtų išvengta dar didesnės pinigų paklausos, atsirandančios padidėjus žmonių pajamoms. Vadinasi, tokiam *x* ašies poslinkiui pakaks visai nedidelio *y* ašies poslinkio, ir todėl LP kreivė bus palyginti lėkšta.

Taigi kuo labiau pinigų paklausa reaguoja į pajamų pokyčius, tuo statesnė bus LP kreivė. Ir kuo pinigų paklausa jautresnė palūkanų normos pokyčiams, tuo lėkštesnė bus LP kreivė. Kraštutiniu atveju, kai be galo mažas palūkanų normos sumažėjimas paskatina žmones stengtis turėti be galo daug pinigų, LP kreivė bus horizontali linija. Kitas kraštutinis atvejis — palūkanų normos pokytis nedaro jokios įtakos pinigų paklausai. Tada LP kreivė bus vertikali linija.

LP kreivės pasvirimas taip pat priklauso nuo pinigų pasiūlos reagavimo į palūkanų normos bei pajamų pokyčius. LP kreivė bus lėkštesnė, jei didėjant palūkanų normai pinigų pasiūla irgi didėja. Kraštutiniu atveju, kada pinigų pasiūla yra be galo lanksti, LP kreivė yra horizontali linija. Didėjant palūkanų normai, pinigų pasiūla didėja dėl dviejų priežasčių. Pirma, pinigų multiplikatorius yra teigiama palūkanų normos funkcija; antra, FRS linkusi didinti rezervus, kad būtų sušvelnintas palūkanų normos didėjimas.

IS ir LP kreivių poslinkiai

IS kreivė rodo kiekvienos palūkanų normos ryšį su atitinkamomis pajamomis. Vadinasi, bet kuris veiksnys, keičiantis pajamas, kurios dera prie atitinkamos palūkanų normos, pastums IS kreivę į kitą vietą. (Analogiškai atsitinka ir paklausos kreivei. Bet koks veiksnys, keičiantis paklausą, nusistojusią esant atitinkamai kainai, pastumia paklausos kreivę į kitą vietą.) Pavyzdžiui, IS kreivė pasislenka išorėn, jei firmos sumano imtis didesnių investicijų, esant bet kuriai konkrečiai palūkanų normai. IS kreivė pasislenka išorėn ir tuo atveju, kai egzogeninių veiksnių sukeltas vartojimo, eksporto arba vyriausybės išlaidų prieaugis padidina pajamas, kurios yra prisiderinusios prie atitinkamos palūkanų normos.

LP kreivė pasislenka išorėn, jei nusistojus konkretiems palūkanų normos ir pajamų dydžio deriniams, žmonės sumano laikyti mažiau pinigų negu anksčiau. Tokio žmonių sprendimo priežastys gali būti pinigų naujų pakaitalų paplitimas, mažesnės skolinimosi išlaidos arba už čekinius indėlius mokamų palūkanų normos sumažėjimas. LP kreivė taip pat slinks išorėn ir tuomet, kai pinigų pasiūla didės dėl egzogeninių priežasčių, nes LP kreivė rodo visus palūkanų normos ir pajamų derinius, kurie sulygina pinigų paklausą su jų pasiūla. Kuo didesnė bus pinigų pasiūla, tuo mažesnė turės būti palūkanų norma arba tuo didesnės pajamos, kad pinigų paklausa liktų lygi jų pasiūlai.

IŽDO IR PINIGŲ POLITIKA PAGAL IS IR LP SCHEMĄ

Remdamiesi IS ir LP schema galime pasiaiškinti, kaip iždo ir pinigų politika veikia BNP.

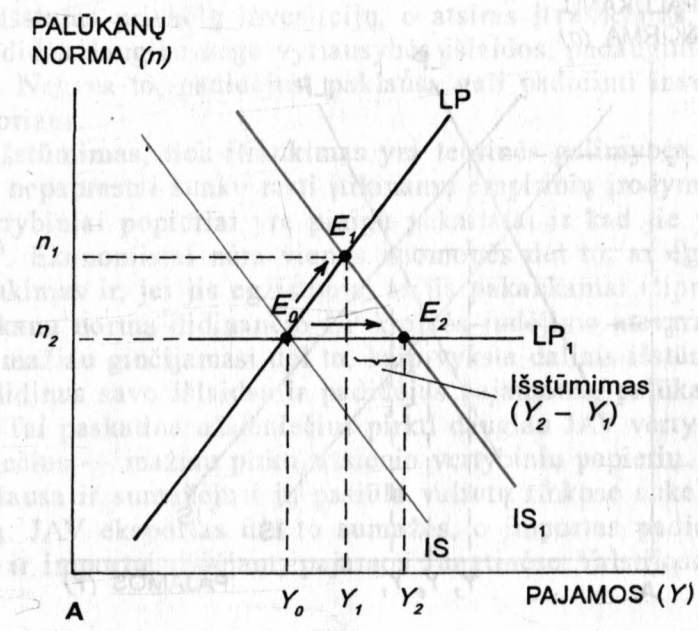
Iždo politika

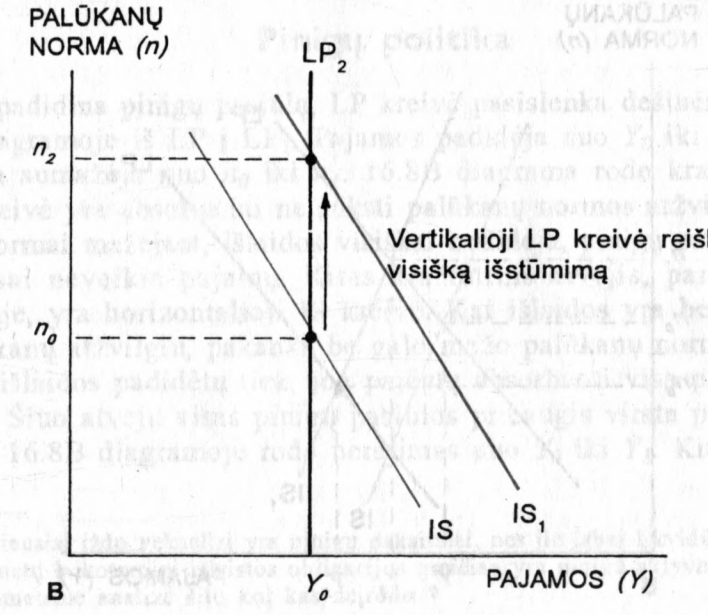
Kadangi vyriausybės išlaidos yra dalis visuminės paklausos, suprantama, kad jų padidėjimas pastumia IS kreivę išorėn. (Ne tokias akivaizdžias pasekmes nagrinėsime vėliau.) 16.6A diagramoje parodyta, kad vyriausybės išlaidoms pastūmėjus IS kreivę į IS_1 padėtį, pajamos padidėja nuo Y_0 iki Y_1. Jos nepakyla iki Y_2, kaip turėtų būti pagal suprastintą multiplikatoriaus formulę $Y = V_i\ (1-v)$; čia V_i yra vyriausybės išlaidos, o v — ribinis polinkis vartoti BNP. Priežastis čia ta, kad, didėjant pajamoms, didėja ir palūkanų norma. Tik jei LP kreivė būtų horizontali, kaip LP_1, pajamos padidėtų tiek, kiek rodo suprastinta multiplikatoriaus formulė. O jei tarsime, kad LP kreivė nėra horizontali, palūkanų normos didėjimas išstumia pajamų dalį Y_2 — Y_1. Kuo statesnė LP kreivė, tuo didesnis tas **išstūmimas**. Kraštutiniu atveju, kai LP kreivė (16.6B diagramoje tai kreivė LP_2) yra be galo paslanki palūkanų normos atžvilgiu, padidėjusios vyriausybės išlaidos nebeveikia pajamų; jos tik kelia palūkanų normą nuo n_0 iki n_2.

Mokesčių sumažinimas taip pat pastumia IS kreivę. Jei sumažinamas asmens pajamų mokestis, padidėja grynosios asmenų pajamos. Reaguodami į tai žmonės didina vartojimą. 16.7A diagramoje parodyta, kad mokesčių sumažinimas padidina pajamas ir palūkanų normą ir IS kreivė pasislenka į padėtį IS_1. Kaip ir ankstesniu atveju, jei LP kreivė bus visiškai vertikali, pajamos nesikeičia.

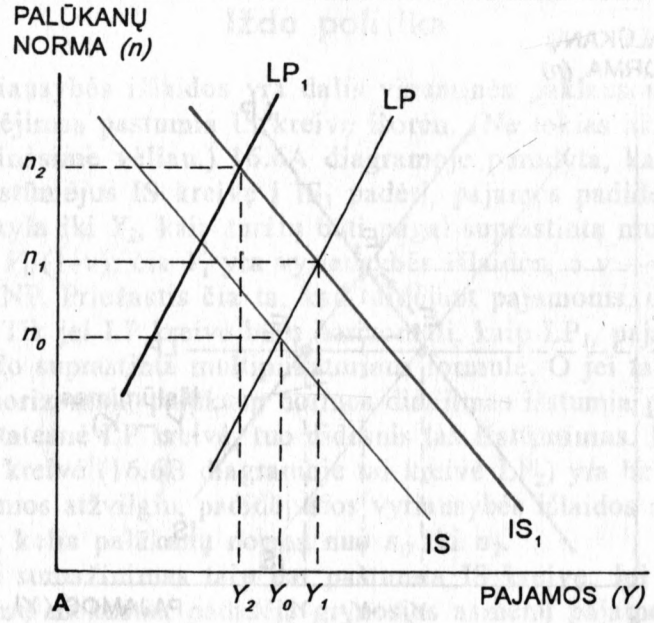
Tačiau LP kreivė nebūna visiškai vertikali, nes pinigų paklausa nėra visiškai nelanksti palūkanų atžvilgiu. Jei kas nors mėgintų įrodinėti, jog iždo politika neturi poveikio pajamoms, turėtų remtis kokiu nors netiesioginiu išstūmimo variantu. Viena iš galimybių yra Rikardo ekvivalentiškumo teorema, aptarta 13 skyriuje. Kita galimybė yra *paketinis išstūmimas*. Kai vyriausybė padidina išlaidas, ji priversta išlaidų prieaugį finansuoti, t. y. parduoti vertybinių popierių arba sukurti daugiau naujų pinigų, kad atlygintų tas išlaidas. Tarkime, ji parduoda daugiau vertybinių popierių. Kaip tai atsispindės LP kreivėje? Galimas dalykas, kad įsigiję daugiau vertybinių popierių, žmonės norės laikyti ir daugiau pinigų; mat dabar jie yra turtingesni, o pinigai ir vertybiniai popieriai yra viena kitą papildančios gėrybės. Jei taip, tai vyriausybės išlaidos ir su jomis susijusi vyriausybės vertybinių popierių emisija ne tik pastumia IS kreivę dešinėn, bet ir LP kreivę kairėn. Jei LP kreivė pasislinks kairėn pakankamai toli, tarkime, iki LP_1

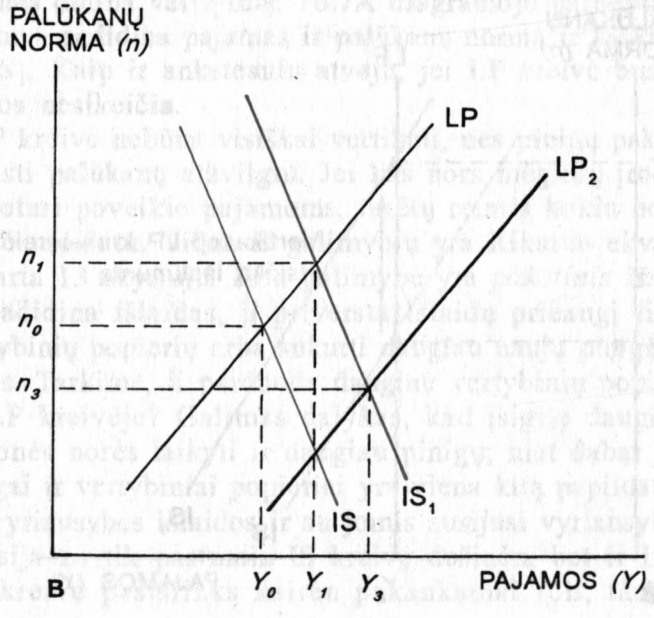
16.6 diagrama. Išstūmimas. Pradėkime nuo LP ir IS (A dalis). Padidinusi išlaidas arba sumažinusi mokesčius, vyriausybė pastumia IS kreivę į padėtį IS_1. Pajamos padidėja nuo Y_0 iki Y_1. Pagal supaprastintą multiplikatoriaus formulę, kurioje palūkanų norma imama nekintanti, LP kreivė būtų horizontali (LP_1), o vyriausybės išlaidų pokytis reikštų vien pajamų pokytį. Pajamos padidėtų iki Y_2. Skirtumas tarp Y_2 ir Y_1 yra privačių investicijų išstūmimas dėl to, kad vyriausybė finansuoja savo išlaidas. B dalis iliustruoja kraštutinį visiško išstūmimo atvejį – pinigų paklausa čia visiškai nereaguoja į palūkanų normą. Iždo politika nebegali padidinti pajamų





16.7 diagrama. Kraštutinės LP padėties sąlygos. Padidėjęs deficitas, sukeltas išaugusių vyriausybės išlaidų arba sumažėjusių mokesčių, gali padidinti arba sumažinti pinigų paklausą. Galimas dalykas, vyriausybės išlaidų padidėjimas pastums LP kreivę į LP_1, kaip parodyta A dalyje, ir dėl to pajamos sumažės. Kita vertus, LP kreivė gali pasislinkti ir į LP_2, kaip parodyta B dalyje, o tada pajamos padidės, nes pasislinks tiek IS, tiek ir LP kreivės





(16.7A diagrama), tai pajamos sumažės iki Y_2 lygio, tai yra, bus mažesnės negu buvo prieš vyriausybei padidinant išlaidas. Tai yra keršijantysis išstūmimas.

Tačiau galima ir priešinga pasekmė. Tarkime, žmonės galvoja, kad vyriausybės vertybiniai popieriai yra geras pinigų pakaitalas. Tada, jiems įsigijus daugiau vyriausybės vertybinių popierių, jų pinigų paklausa sumažės. LP kreivė pasislinks dešinėn. Jei ji pasistūmės gana toli, tarkime, iki LP_2 (16.7B diagrama), tai palūkanų norma nukris iki n_3. Tada vyriausybės išlaidos neišstums privačių investicijų, o atsiras **įtraukimas**; visuminė paklausa padidės daugiau negu vyriausybės išlaidos, padaugintos iš multiplikatoriaus. Negana to, padidėjusi paklausa gali padidinti investicijas ir dėl akceleratoriaus.

Tiek išstūmimas, tiek įtraukimas yra teorinės galimybės. Deja, jau patirta, kad nepaprastai sunku rasti įtikinamų empirinių įrodymų, kad vyriausybės vertybiniai popieriai yra pinigų pakaitalai ir kad jie yra pinigų papildymas[3]. Ekonomistai nėra vienos nuomonės dėl to, ar egzistuoja paketinis įtraukimas ir, jei jis egzistuoja, ar jis pakankamai stiprus, kad galėtų būti palūkanų normą didinančio LP kreivės judėjimo atsvara.

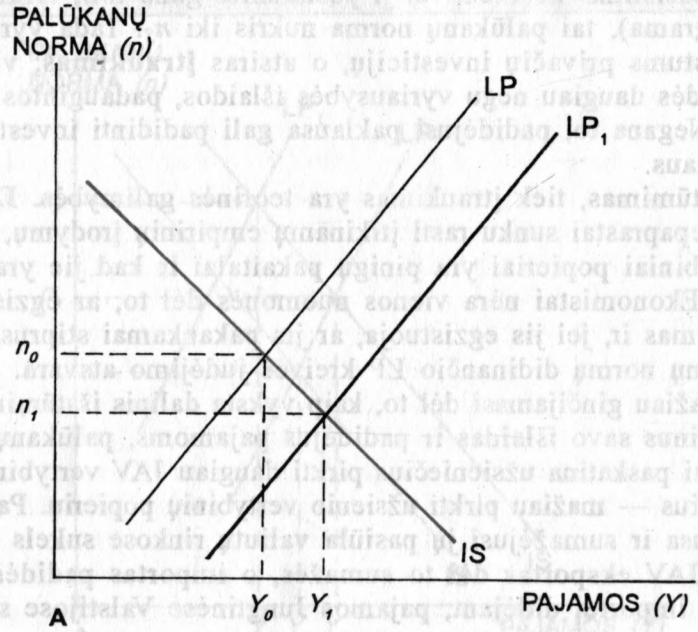
Daug mažiau ginčijamasi dėl to, kaip vyksta dalinis išstūmimas. Vyriausybei padidinus savo išlaidas ir padidėjus pajamoms, palūkanų norma irgi padidėja. Tai paskatina užsieniečius pirkti daugiau JAV vertybinių popierių, o amerikiečius — mažiau pirkti užsienio vertybinių popierių. Padidėjusi dolerių paklausa ir sumažėjusi jų pasiūla valiutų rinkose sukels dolerio kurso kilimą. JAV eksportas dėl to sumažės, o importas padidės. Eksportui mažėjant ir importui didėjant, pajamos Jungtinėse Valstijose sumažės.

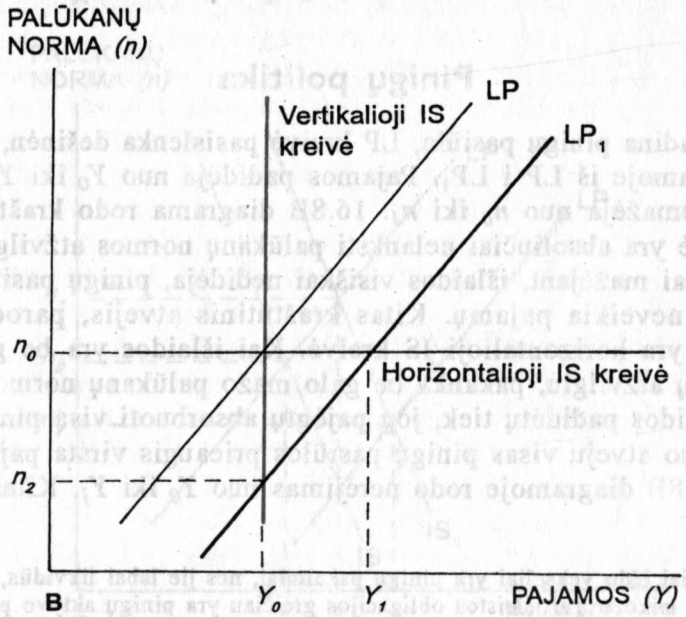
Pinigų politika

Jei FRS padidina pinigų pasiūlą, LP kreivė pasislenka dešinėn, pavyzdžiui, 16.8A diagramoje iš LP į LP_1. Pajamos padidėja nuo Y_0 iki Y_1, o palūkanų norma sumažėja nuo n_0 iki n_1. 16.8B diagrama rodo kraštutinį atvejį, kai IS kreivė yra absoliučiai nelanksti palūkanų normos atžvilgiu. Kai, palūkanų normai mažėjant, išlaidos visiškai nedidėja, pinigų pasiūlos padidėjimas visai neveikia pajamų. Kitas kraštutinis atvejis, parodytas 16.8B diagramoje, yra horizontalioji IS kreivė. Kai išlaidos yra be galo elastingos palūkanų atžvilgiu, pakanka be galo mažo palūkanų normos sumažėjimo, kad išlaidos padidėtų tiek, jog pajėgtų absorbuoti visą pinigų pasiūlos prieaugį. Šiuo atveju visas pinigų pasiūlos prieaugis virsta pajamų prieaugiu, kurį 16.8B diagramoje rodo perėjimas nuo Y_0 iki Y_1. Kitas kraštutinis

[3] Greičiausiai iždo vekseliai yra pinigų pakaitalai, nes jie labai likvidūs, tuo tarpu trisdešimties metų laikotarpiui išleistos obligacijos greičiau yra pinigų aktyvo papildymas. Tačiau ekonometrinė analizė šito kol kas neįrodo.

16.8 diagrama. Visiškai nelanksti palūkanų atžvilgiu IS kreivė. A dalis rodo normalų pinigų pasiūlos padidėjimo atvejį: LP persikelia į LP_1, o pajamos padidėja. Jei išlaidos visiškai nereaguoja į palūkanų normą, kaip kad parodyta B dalyje, tada pinigų pasiūlos pokyčiai, taigi, ir LP kreivės poslinkis, nedaro jokio poveikio pajamoms





atvejis yra toks, kad pinigų paklausa yra be galo lanksti, ir dėl to LP kreivė yra horizontali[4]. Mes tai matėme 16.6A diagramoje: pinigų politika tada yra bejėgė.

IS IR LP MODELIO KRITIKA

Nors IS ir LP metodika plačiai vartojama, kai kurie ekonomistai, pirmiausia Karlas Bruneris (Karl Brunner) bei Alanas Melceris (Allan Meltzer), ją kritikuoja. Vienas iš argumentų yra tai, kad IS ir LP diagrama galioja tik tada, kai infliacijos tempai traktuojami kaip egzogeninis kintamasis. Taip yra todėl, kad x ašis IS ir LP diagramoje turi rodyti kartu ir realiąją, ir nominaliąją palūkanų normą. Brėžiant IS kreivę imama būtent realioji palūkanų norma, arba tiksliau — laukiama realioji palūkanų norma, nes investicijos priklauso kaip tik nuo jos. Tuo tarpu pinigų paklausa, taigi ir LP kreivė, iš esmės priklauso nuo nominaliosios palūkanų normos[5].

Jei infliacijos tempas yra nekintamas, tada galima vienoje ašyje žymėti ir nominaliąją, ir realiąją palūkanų normą. Tarkime, kad infliacija yra 5 procentų. Tada y ašies taškas, rodantis 8 procentų nominaliąją palūkanų normą, kartu rodys ir 3 procentų dydžio realiąją palūkanų normą. Bet toks metodas netiks, jei infliacija nėra stabili ir, vadinasi, dviejų skalių santykis vienos su kita nebus vienodas. Jei, kaip kad paprastai būna, pajamoms padidėjus, infliacijos tempas padidės, tai santykis tarp dviejų palūkanų normų skalių y ašyje priklausys nuo to, kuriame x ašies taške jūs esate. Tai reiškia, kad neįmanoma nubrėžti IS ir LP kreivių, nežinant, kokios yra pajamos. Su šia problema galima būtų susidoroti, pridėjus diagramoje trečiąjį matmenį — z ašį, rodančią infliacijos duomenis.

Tačiau toks grafinis „sprendimas" dar ne viskas. Jei kainos svyruoja ir taip yra ilgą laiką, tada nominaliųjų pinigų pasiūlos padidėjimas (arba nominaliųjų pinigų paklausos sumažėjimas) nesumažins palūkanų normos. Ilgo laikotarpio palūkanų norma yra tokia pat, nepaisant to, ar LP kreivė pasislenka vidun ar išorėn.

Trečioji problema yra ta, kad IS ir LP diagrama nereaguoja į aktyvų kiekio padidėjimą.

Ketvirta, neaišku, kaip visa tai veiks fizinio kapitalo dinamiką. Juk žmogus nebūtinai gali rinktis vien tarp pinigų laikymo ir palūkanas teikian-

---

[4] Tiesą sakant, šis atvejis gali atsitikti tik labai ypatingomis aplinkybėmis, jeigu žmonės būtų įsitikinę, jog palūkanų norma yra pasiekusi žemiausią ribą. Tada jie nebenorėtų pirkti obligacijų su žemesne palūkanų norma, nes manytų, kad obligacijų vertė kris, kai palūkanų norma vėl padidės.

[5] Jei paskutiniojo jūsų turimų grynųjų pinigų dolerio naudingumas yra 5 procentai, o už vertybinius popierius mokama nominali palūkanų norma yra 6 procentai, tai (tariant, jog nėra jokių sandėrių sudarymo išlaidų) jums reikėtų pirkti tuos vertybinius popierius visai nepaisant, koks bus infliacijos tempas. Infliacija visiškai vienodai kenks jums tiek laikant pinigus, tiek įsigijus vertybinių popierių.

čių aktyvų pirkimo, kaip situaciją interpretuoja LP kreivė. Žmogus gali pasirinkti trečią alternatyvą — pirkti fizinį kapitalą, pavyzdžiui, paprastąsias akcijas arba namą. Neturi reikšmės tai, kad pajamos iš fizinio kapitalo visada kinta panašiai kaip pajamos iš palūkanas teikiančių aktyvų. Taigi tų aktyvų teikiamos palūkanos galėtų iš dalies rodyti ir kapitalo duodamas pajamas. Bet tos dvi pajamų rūšys gali ir skirtis.

SANTRAUKA

1. Žinodami, kad palūkanų norma ir pajamos viena kitą veikia, turime vienu metu stebėti jas abi, jeigu norime numatyti vienos iš jų kitimą.
2. IS kreivė rodo visus vienas kitą atitinkančius palūkanų normų ir pajamų derinius, šitaip pažymėdama visus pusiausvyros taškus prekių bei paslaugų rinkoje. Mažesnė palūkanų norma skatina išlaidas, o tai kartu su multiplikatoriaus veikimu didina pajamas. Todėl IS kreivė leidžiasi žemyn. Jos nuolydis priklauso nuo išlaidų reagavimo į palūkanų normą ir nuo multiplikatoriaus.
3. LP kreivė rodo visus palūkanų normų ir pajamų dydžius, kuriems esant, pinigų pasiūla ir paklausa yra lygios. Jos nuolydis priklauso nuo to, kaip pinigų paklausa reaguoja į palūkanų normos ir pajamų pokyčius, bei nuo to, kaip pinigų pasiūla reaguoja į palūkanų normos pokyčius.
4. IS ir LP kreivės rodo, kad, išskyrus kraštutinius atvejus, tiek iždo, tiek ir pinigų politika veikia pajamas. Iždo politika gali išstumti arba įtraukti privačias išlaidas. Tai priklauso nuo to, ar pinigai bei vyriausybės vertybiniai popieriai yra vienas kito pakaitalai, ar viena kitą papildančios gėrybės, taip pat nuo IS ir LP kreivių poslinkių bei nuo to, ar žmonės ima mažiau vartoti, kai valstybės skola didėja.

PAGRINDINIAI TERMINAI

IS kreivė	IS curve
LP kreivė	LM curve
išstūmimas	crowding out
įtraukimas	crowding in

KLAUSIMAI IR PRATYBOS

1. Paaiškinkite savais žodžiais, kodėl IS kreivė slenka žemyn, o LP kreivė kyla aukštyn.
2. Paaiškinkite, kodėl IS ir LP kreivės gali susikirsti tik viename taške.
3. Kokie veiksniai lemia IS ir LP kreivių poslinkius?
4. Ar tik be galo lanksti palūkanų atžvilgiu pinigų paklausa, ar dar kas nors gali sukelti kraštutinį atvejį, kurį rodo horizontalioji LP kreivė?

5. Kurioje nors 16.4 diagramos vietoje pridėkite tašką E ir parodykite, kodėl jis nėra pusiausvyros taškas. (Jei pasirinksite vietą taškui ne pačiose IS ir LP kreivėse, tai turėsite padaryti keletą prielaidų apie tai, maždaug kokiu greičiu pinigų rinka ir prekių rinka pasiekia pusiausvyrą.)
6. Paaiškinkite, kodėl vyriausybės išlaidos gali išstumti arba įtraukti privačias išlaidas.

LITERATŪRA

Benjamin Friedman. Crowding out or Crowding in? The Economic Concequences of Financing Government Debt. — Brookings Papers on Economic Activity, 1978, p. 593–641. Klasikinis išstūmimo aptarimas.

Daugelyje aukštesniosios pakopos makroekonomikos vadovėlių yra skyriai apie IS ir LP modelį. Žr., pavyzdžiui, literatūrą, nurodytą 13 skyriaus „Literatūros“ sąraše.

17
SKYRIUS

Infliacija ir nedarbas

Apžvelgę veiksnius, formuojančius visuminę paklausą ir tuo pačiu nominaliąsias pajamas, dabar pažiūrėkime, kaip nominaliųjų pajamų pokyčiai pasiskirsto į kainų ir produkcijos kiekio pokyčius. Esmė čia ta, kad, tarkime, 5 procentų nominaliųjų pajamų prieaugis yra geras dalykas, jei tai yra realiųjų pajamų prieaugis, bet blogas, jei tai kainų padidėjimas. Ar išaugusi visuminė paklausa sukels gamybos apimties padidėjimą, ar kainų padidėjimą, priklausys nuo visuminės pasiūlos kreivės. Prieš imdamiesi šitos kreivės, apibrėžkime, kas yra infliacija ir kas yra nedarbas.

INFLIACIJA: APIBRĖŽIMAS IR TIPAI

Infliacija yra pastebimas ir ilgai trunkantis kainų kilimas. Kol kainos didėja nedaug, tarkime, ne daugiau kaip 1 procentą per metus, nėra ir prasmės kalbėti apie infliaciją, kaip neverta žmogui rūpintis dėl padidėjusio svorio, jei jis ėmė sverti 100 g daugiau negu rekomenduojama norma. Be to, kainų indeksai nėra labai tikslūs. Kadangi jie nepakankamai atsižvelgia į kokybės gerėjimą ir tą naudą, kurią suteikia naujos prekės, tai anaiptol nėra tikra, kad vyksta infliacija, jei **vartojimo prekių ir paslaugų kainų indeksas (VKI)** per metus padidėjo, tarkime, 5 procentais. Nors daugelis žmonių bet kurį pastebimą kainų padidėjimą vadina infliacija, ekonomikos teorijoje šis žodis vartojamas tiktai *ilgai trunkančiam* kainų kilimui apibūdinti. Kiek ilgai kainos turi kilti, kad jau būtų galima kalbėti apie infliaciją — gana subjektyvus dalykas. Vieni ekonomistai mano, kad tai turi trukti bent jau trejus metus, kiti linkę apsiriboti vieneriais metais. Ilgai trunkantį kainų kilimą būtina skirti nuo epizodinio dėl to, kad vienu atveju remiamasi viena teorija, kitu atveju — kita. Daugelis veiksnių, sukeliančių epizodinį kainų padidėjimą, visai nedaro poveikio ilgai trunkančiam kainų kilimui.

Infliacijos procesai klasifikuojami pagal jų mastą. Mažiausia yra lėtoji infliacija; pats pavadinimas sako, kad ji yra nesparti, maždaug 1–3 procentai per metus; tikslesnis apibrėžimas būtų subjektyvus. Tokia nedidelė in-

fliacija gali atrodyti nelabai reikšminga, bet taip nėra. Esant 3 procentų infliacijos tempui, per 24 metus doleris praranda pusę savo vertės. Esant 4 procentų infliacijos tempui, net praėjus vos 4 metams, dolerio perkamoji galia pasidaro lygi 85 centams.

Kita kraštutinė forma — hiperinfliacija; tai, kaip pavadinimas sako, nepaprastai sparti infliacija. Čia irgi nėra griežtos skiriamosios ribos, bet pagal vieną iš labiausiai paplitusių apibrėžimų — tai tokia infliacija, kai kainos kyla daugiau kaip 50 procentų per mėnesį. Sunku net įsivaizduoti hiperinfliacijos žiaurumą. Pavyzdžiui, Vokietijoje didmeninių kainų indeksas 1922 m. birželio mėn. buvo 70, o 1923 m. gruodžio mėn. — net 1,3 trilijono. Todėl einant į parduotuvę reikėjo neštis lagaminą pinigų. Pačiame Vokietijos hiperinfliacijos įkarštyje atlyginimas darbininkams buvo išmokamas dukart per dieną, nes antraip darbo dienos pabaigoje jų uždarbis būtų buvęs per daug nuvertėjęs. Nors hiperinfliacijos metu pinigai tebėra mainų tarpininkas, bet vertės matu jie jau nebegali būti. Žmonės vertę ima skaičiuoti kuria nors tvirta valiuta, kurios kursas vietinės valiutos atžvilgiu kasdien kyla.

Paprastai infliacija nėra nei lėtoji, nei hiperinfliacija. 17.1 lentelė rodo kai kurių šalių infliacijos tempus. Pastaraisiais metais daugelyje pramoninių šalių infliacija buvo per didelė, kad ją būtų galima vadinti lėtąja, bet ir ne tokia jau labai didelė — ją galima išreikšti nedideliais dviženkliais skaičiais. Kita vertus, daugelis silpnos ekonomikos šalių susidūrė su kur kas spartesne infliacija.

Infliacija Jungtinėse Amerikos Valstijose

Dar 1955 m. galima buvo teigti, kad JAV nežino, kas tai yra taikos meto infliacija. Visi infliacijos atvejai mūsų šalyje buvo susiję su karais ir reikšdavosi karo metu arba iškart po jo. Hiperinfliacija Amerikoje vieninteli kartą buvo per revoliuciją. Valiutos vienetas, tada vadintas kontinentaliu,

17.1 lentelė. Infliacijos tempai kai kuriose šalyse[a]

	D. Britanija	Kanada	Prancūzija	Vokietija	Italija	Japonija	JAV
1966–70	4,6	3,8	4,3	2,4	3,0	5,4	4,2
1971–75	13,2	7,3	8,9	6,1	11,5	11,7	6,8
1976–80	14,4	8,8	10,5	4,0	16,4	6,6	8,9
1981–85	7,0	7,2	9,2	3,8	13,0	2,7	5,3
1986–88	3,8	3,9	2,7	0,3	4,9	0,4	3,8

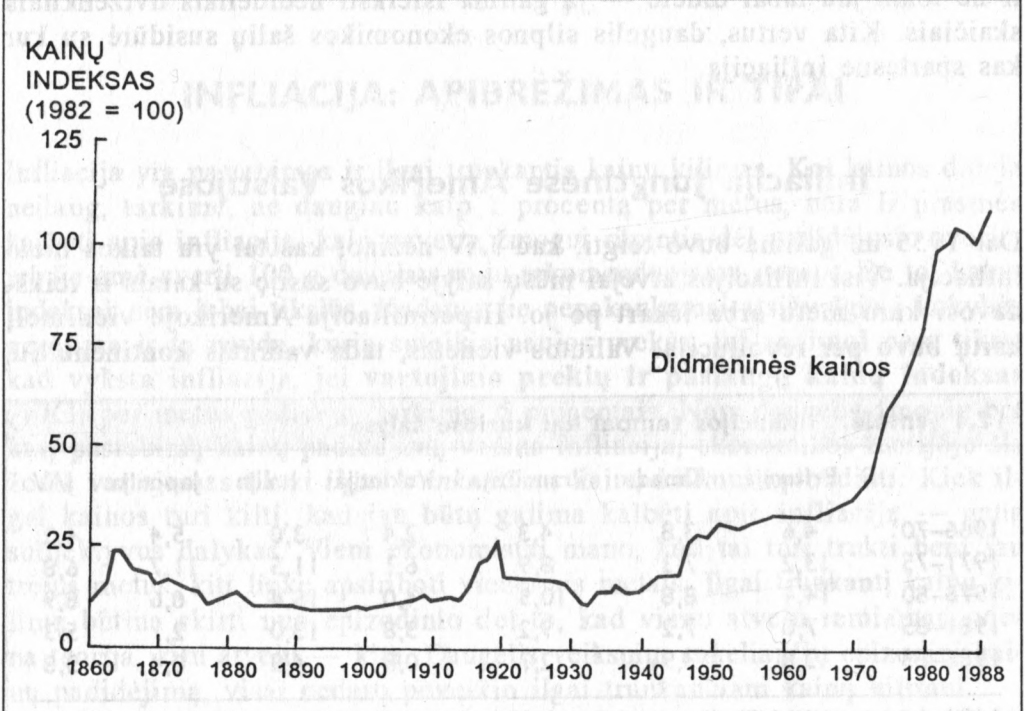
[a] Vidutiniai metiniai infliacijos tempai apskaičiuoti pagal vartojimo prekių ir paslaugų kainų indekso pokyčius palyginti su praėjusiais metais.

Šaltinis: Economic Report of the President, 1989, p. 432.

nuvertėjo tiek daug, kad net atsirado posakis „nevertas nė kontinentalio“. Pilietinio karo metu kainos išaugo daugiau negu dvigubai. Didelė infliacija buvo ir vykstant Pirmajam pasauliniam karui. Kiekvienąsyk po infliacijos prasidėdavo kainų kritimo metas. 1890 m. didmeninės kainos buvo mažesnės negu 1869 m., o 1929 m., kaip rodo 17.1 diagrama, jos buvo maždaug tokios pat, kaip prieš 40 metų.

Tačiau po Antrojo pasaulinio karo padėtis visai pasikeitė. Pasibaigus šiam karui, kainos nemažėjo. Dar vėliau, 1965–1979 m., kilo didelė infliacija. BNP kainų indeksas (defliatorius), pats išsamiausias kainų indeksas, tada kasmet didėjo vidutiniškai 5,9 procento. Ir didėjo kiekvienais metais, ne vien tik vykstant Vietnamo karui. Pasidarė aišku, kad tai labai blogai. Pinigų politika buvo sugriežtinta, ir 1986 m. infliacijos tempas, išreikštas BNP defliatorium, sumažėjo iki 2,6 procento. Tai kainavo daug — prasidėjo nedarbas.

17.1 diagrama. 1860–1988 m. gamintojų kainos. Nuo 1860 m. prasidėjo ilgi kainų kilimo ir kritimo laikotarpiai. Paprastai kainos kildavo karų metais ir krisdavo jiems pasibaigus. Tačiau ir pasibaigus II pasauliniam karui jos tebekilo. Nuo 1965 m. jau nebereikėjo nė karo infliacijai įžiebti



Šaltiniai: U.S. Bureau of the Census (Ed.). Historical Statistics of the United States; U.S. Department of Commerce (Ed.). *Handbook of Cyclical Indicators and Business Conditions Digest*, 1986, balandis; *Citibase*, 1989, kovas.

NEDARBAS

Iš pirmo žvilgsnio gali atrodyti, kad nedarbas yra toks suprantamas reiškinys, jog jį apibrėžti visai paprasta. Tačiau pažvelgus įdėmiau, taip neatrodys. Pavyzdžiui, ar darbininkai, kuriuos atleido iš darbo, bet po mėnesio vėl priims atgal, turi būti laikomi bedarbiais? O kaip toks darbuotojas, kuris atsisakė darbo, nes jo nepatenkino siūlomas atlyginimas? Kuo laikyti darbininkus, kurie dirba ne visą darbo savaitę, bet norėtų dirbti visą, arba žmones, kurie liovėsi ieškoję darbo, nes jau neteko vilties jį surasti? Oficialiai skelbiami duomenys, surinkti apklausus gyventojus, bedarbiais laiko ir tuos žmones, kurie atleisti iš darbo laikinai, ir tuos, kurie atsisakė turėto arba siūlomo darbo ir ėmė ieškoti tinkamesnio. Tačiau į oficialius duomenis neįskaičiuojami tie, kurie yra nuleidę rankas ir daugiau nebeieško darbo.

Nulinis nedarbas negali būti laikomas dėmesio vertu tikslu. Netgi kai darbo jėgos paklausa smarkiai viršija jos pasiūlą, visada bus tam tikras nedarbas — jis vadinamas **laikinuoju nedarbu**. Visada rasi žmonių, kurie yra palikę turėtą darbo vietą ir sumanę ieškoti geresnio darbo. Yra ir jaunuolių, pirmą kartą ėmusių ieškoti darbo ir dar jo neradusių. (1944 m., pačiame Antrojo pasaulinio karo įkarštyje, kada buvo didžiulis darbo jėgos stygius, oficialiai nustatytas nedarbas buvo 1,9 procento.)

Be to, šioks toks nedarbas yra būtinas tam, kad ūkis būtų efektyvus. Kad geriau tai suprastume, pažvelkime į nuomojamų patalpų rinką. Jei visai nėra nuomai skirtų laisvų butų (neišnuomoto ploto dalis lygi nuliui), naujos šeimos bei tie žmonės, kurie nori pasikeisti butą, patirs rimtų rūpesčių. Tariamieji nuostoliai, kad keli butai stovi nenaudojami, iš tikrųjų nėra nuostoliai. Lygiai taip firmos laiko pagamintos produkcijos atsargų, kad galėtų visada patenkinti klientų norus. Tokios „nenaudojamos“ atsargos irgi gali atrodyti nuostolingos, tačiau be jų ūkis negali efektyviai veikti. Kad mikroekonomika būtų efektyvi, reikia tam tikro nedarbo — tada galima geriau tvarkytis, geresnė darbo drausmė. Tačiau tai nereiškia, jog nedarbas nėra rimta problema. Pirma, nedarbas būna paprastai daug didesnis, negu būtina ekonomikos efektyvumui. Antra, tas faktas, kad šiek tiek bedarbių padidina ūkio našumą, nė kiek nesumažina kančių tų žmonių, kurie yra likę be darbo. Kodėl būtent jie turi būti atpirkimo ožiai?

Mikroekonomikos efektyvumas nėra vienintelis kriterijus sprendžiant, koks nedarbo lygis priimtinas. Kitas kriterijus yra apsidraudimas nuo infliacijos didėjimo. Tai — Filipso kreivės sritis, kurią dabar ir panagrinėsime; pradėsime nuo padėties, kai tikimasi, kad kainos bus nekintamos.

FILIPSO KREIVĖ, KAI TIKIMASI NEKINTAMŲ KAINŲ

Atlyginimų didėjimo sparta priklauso nuo nedarbo lygio. Kai firmoms reikia daugiau darbininkų, jos arba gaiš laiką, eikvos jėgas ir ieškos tokių darbuotojų, kurie sutiktų dirbti už nusistojusį atlyginimą, arba pritrauks naujus darbuotojus už didesnį darbo užmokestį. Kada didelis nedarbas, nereikia daug pastangų surasti papildomų darbuotojų; tačiau kai darbo ieškančių žmonių sąrašai trumpi, firmoms parankiau pasiūlyti didesnį atlyginimą. Taigi, jei nedarbo lygis pakankamai žemas, darbdaviai kelia atlyginimus sparčiau negu didėja našumas.

Tai dar ne viskas; šakose, kuriose stiprios profesinės sąjungos, darbo užmokestis, nedarbui mažėjant, kyla dar ir dėl to, kad padidėja profesinių sąjungų galia derybose. Kai aplinkui vos vienas kitas bedarbis, profesinės sąjungos nebijo, jog pernelyg padidėję atlyginimai kainuos joms darbo vietų, nes sudarys galimybes plėstis firmoms, neturinčioms organizuotų darbininkų. Be to, kada yra nemažai laisvų darbo vietų, nedarbas nėra tokia baisi grėsmė. Ir patys darbdaviai, beje, didelio užimtumo laikais stengiasi išvengti streikų, nes jų produkcijos paklausa didelė, ir dėl to jie labiau linkę priimti profsąjungų sąlygas.

Viso to pasekmė yra sąveika, parodyta 17.2 diagramoje; pagal jos autorių profesorių A. V. Filipsą (A. W. Phillips) ji vadinama **trumpo laikotarpio Filipso kreive**. Diagrama rodo, kad kuo mažesnis nedarbas, tuo sparčiau didėja atlyginimai. Tokios Filipso kreivės, nors gal ne visai stabilios, buvo nustatytos keliose šalyse. Kai tikimasi kainas būsiant nekintamas, Filipso kreivės lygtis yra

$$u = a - bn + cl;$$

čia u yra darbo užmokesčio didėjimo tempas, n — nedarbo lygis, l — našumo didėjimo tempas ir c — koeficientas, nusakantis, kiek darbo našumo didėjimas padidina darbo užmokestį. Kadangi daugelis firmų pirmiausia nustato savo kainas, prie ilgesnio laikotarpio gamybos išlaidų pridėdamos tam tikrą priedą, tai Filipso lygtį galima užrašyti ir kainomis:

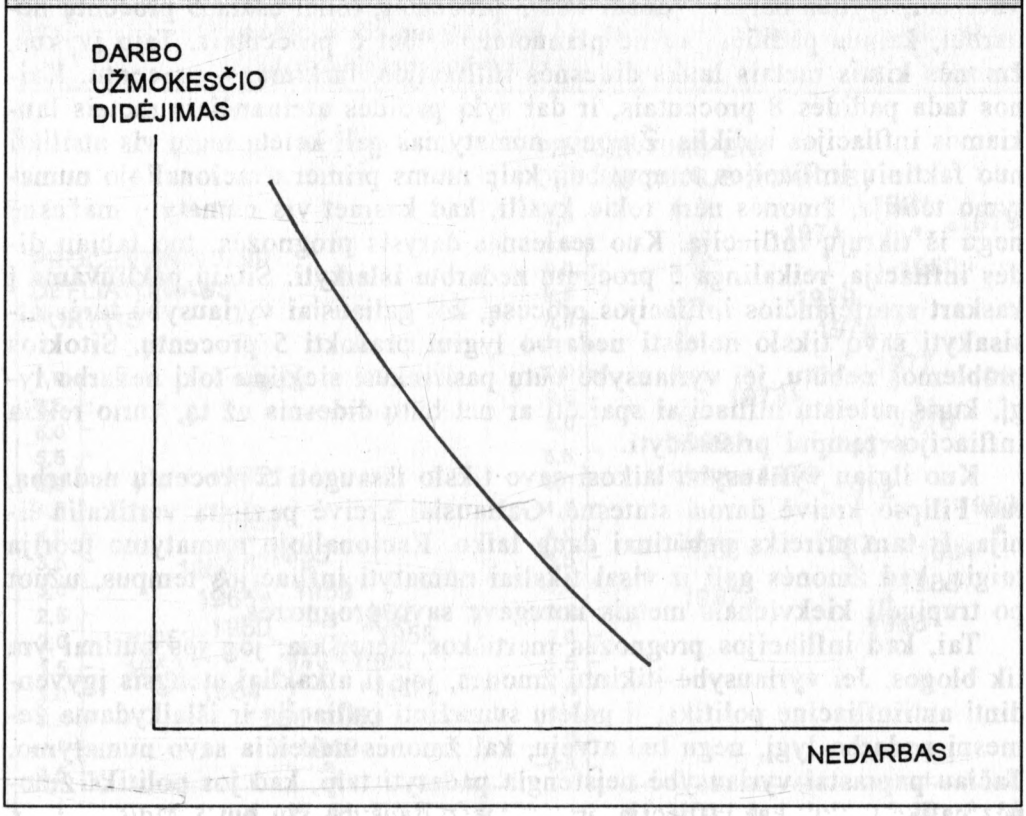
$$i = g - bn - hl;$$

i yra infliacijos tempas, o h — padidėjusio darbo našumo dalis, kuri atitinkamai sumažina kainas.

Atsižvelgiant į numatymą pakoreguota Filipso kreivė

Imant daug realesnę situaciją, kada laukiama kainas didėsiant, Filipso kreivei reikia vieno papildomo duomens. Visiškai aišku, jog atlyginimai kils sparčau, jei manoma, kad kainos padidės 20 procentų, negu tada, kai ma-

17.2 diagrama. Trumpo laikotarpio Filipso kreivė. Diagramoje matome – kuo mažesnis nedarbas, tuo sparčiau didėja darbo užmokestis



noma kainas didėsiant tik 2 procentais. Todėl Filipso kreivę galime užrašyti ir taip:

$$u = a - bn + cl + fi^l;$$

f yra koeficientas, nusakantis, kiek, nustatant darbo užmokestį, atsižvelgiama į numatomą kainų padidėjimą i^l. Kadangi tiek samdomiems darbuotojams, tiek darbdaviams svarbu realusis darbo užmokestis, o ne nominali piniginė jo išraiška, tai f turėtų būti lygus vienetui.

Toks koregavimas pagal laukiamą infliaciją turi svarbių pasekmių. Kada Filipso kreivė buvo tik atrasta, atrodė, jog ji bus labai patogi manevruoti. Vyriausybė galėtų remtis Filipso kreive, svarstydama įvairius galimus nedarbo ir infliacijos derinius ir rinkdamasi sau tinkamiausią derinį, tarkime, 5 procentų nedarbą ir 4 procentų infliaciją. Tai padariusi, toliau ji jau galėtų vykdyti atitinkamą pinigų ir iždo politiką, siekti, kad visuminė paklausa būtų tokia, kad garantuotų pasirinktą derinį.

Tačiau *pagal numatymą pakoreguota Filipso kreivė* nesudaro galimybės taip tvarkytis. Pradėdami nuo padėties, kada infliacija lygi nuliui, tarkime, kad vyriausybė padidina visuminę paklausą tiek, kad jos pakaktų išlaikyti

5 procentų nedarbą ir 4 procentų infliaciją. Kainoms pakilus 4 procentais, žmonės bus tikri, kad ir kitais metais jos didės, tarkim, bent 2 procentais. Vadinasi, lygties narys fi^l dabar bus 2 procentai, todėl esant 5 procentų nedarbui, kainos padidės jau ne planuotais 4, bet 6 procentais. Taip įvykus, žmonės kitais metais lauks didesnės infliacijos, tarkime, 4 procentų. Kainos tada padidės 8 procentais, ir dar sykį padidės ateinančiais metais laukiamos infliacijos rodiklis. Žmonių numatymas gali keletą metų vis atsilikti nuo faktinių infliacijos tempų, bet, kaip mums primena racionaliojo numatymo teorija, žmonės nėra tokie kvaili, kad kasmet vis numatytų mažesnę negu iš tikrųjų infliaciją. Kuo realesnės darysis prognozės, tuo labiau didės infliacija, reikalinga 5 procentų nedarbui išlaikyti. Šitaip pakliūvama į kaskart spartėjančios infliacijos procesą, kol galiausiai vyriausybė turės atsisakyti savo tikslo neleisti nedarbo lygiui prašokti 5 procentų. Šitokios problemos nebūtų, jei vyriausybė būtų pasirinkusi siektinu tokį nedarbo lygį, kuris neleistų infliacijai spartėti ar net būtų didesnis už tą, kurio reikia infliacijos tempui pristabdyti.

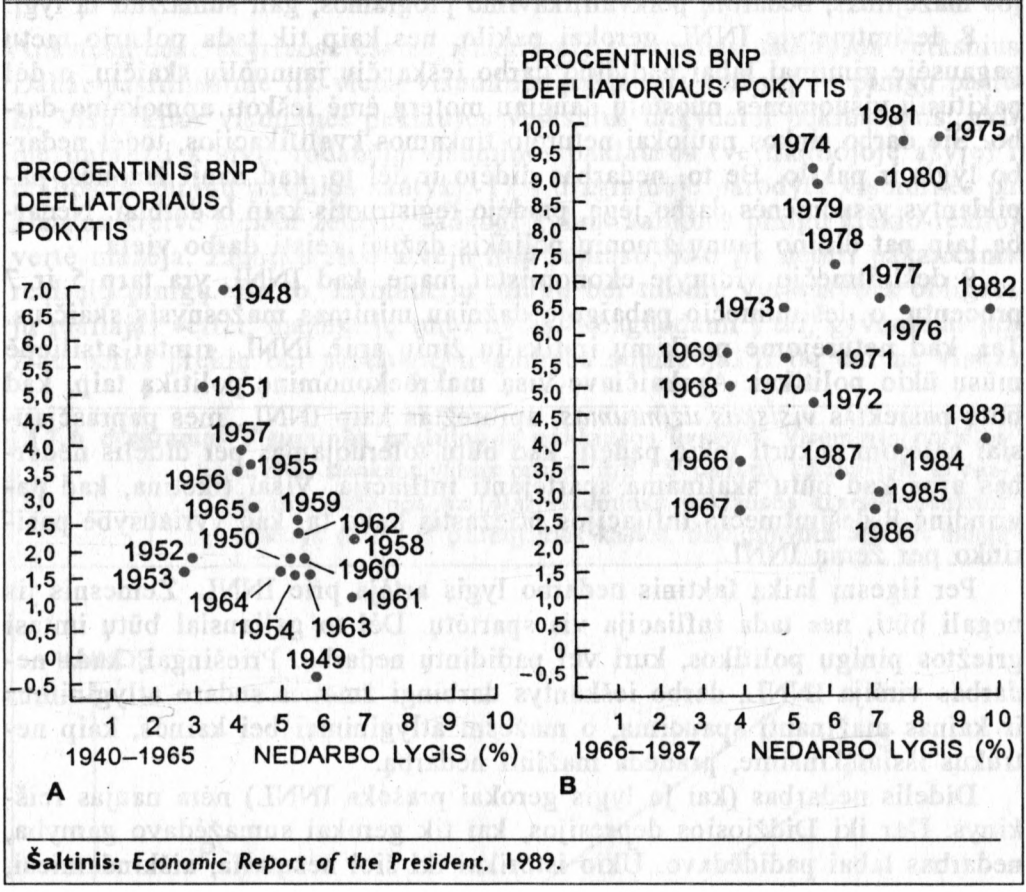
Kuo ilgiau vyriausybė laikosi savo tikslo išsaugoti 5 procentų nedarbą, tuo Filipso kreivė darosi statesnė. Galiausiai kreivė pavirsta vertikalia linija. Ir tam prireiks nebūtinai daug laiko. Racionaliojo numatymo teorija teigia, kad žmonės gali ir visai tiksliai numatyti infliacijos tempus, užuot po trupinėlį kiekvienais metais koregavę savo prognozes.

Tai, kad infliacijos prognozės inertiškos, nereiškia, jog jos būtinai yra tik blogos. Jei vyriausybė įtikintų žmones, jog ji atkakliai stengsis įgyvendinti antiinfliacinę politiką, ji galėtų sumažinti infliaciją ir išlaikydama žemesnį nedarbo lygį, negu tuo atveju, kai žmonės nekeičia savo numatymo. Tačiau paprastai vyriausybė neįstengia padaryti taip, kad jos politika žmonės patikėtų. Juk kai infliacija prasidėjo, vyriausybė jau buvo žadėjusi kaip nors susitvarkyti su ja, taigi dabar ji vargiai begalės ką nors įtikinti, jog šį kartą tikrai tą padarys.

Klasikinis pavyzdys, kaip įtikinama politika padėjo susidoroti su infliacija, yra hiperinfliacijos Vokietijoje pabaiga 1924 m. Kai Vokietijos vyriausybė, iki tol neskelbusi, jog kovosianti su infliacija, ėmėsi įtikinamos antiinfliacinės politikos, žmonės patikėjo ja, ir hiperinfliacija netrukus išnyko. Padėjo tai, kad infliacija buvo pasidariusi labai negailestinga. Kadangi ji darė tiek daug nuostolių, vyriausybės deklaracija atrodė patikima. Be to, vykstant hiperinfliacijai, sutartys ir atlyginimai yra indeksuojami. Tada nebuvo trejiems metams sudaromų darbo sutarčių, numatančių tam tikrą darbo užmokesčio padidėjimą kiekvieną sausį. Jei šalies ūkyje infliacija jau mažesnė, sudarius tokias sutartis, ekonomika prie mažesnių infliacijos tempų prisitaiko pavėluotai. Jei tik jos neperžiūrimos, sutartas nominaliojo darbo užmokesčio padidėjimas sukelia spartesnį negu numatyta realiojo darbo užmokesčio padidėjimą, o tai jau tiesiogiai ataidi didesniu nedarbu. Galima išgydyti plaučių uždegimą, bet galimybės susirgti neišgydysi.

17.3 diagrama rodo paprastą Filipso kreivę, nekoreguotą pagal laukiamą kainų kitimą. A daliai, kur apibūdinami 1948–1965 m., kai infliacija,

17.3 diagrama. Nedarbas ir infliacija. Pateikus grafiškai duomenis apie nedarbą ir infliaciją per visą pokario laiką, nematyti jokių Filipso kreivės pėdsakų: čia neatsižvelgta į infliacijos numatymą, o kaip tik dėl jo „suyra" Filipso kreivė



Šaltinis: *Economic Report of the President*, 1989.

o dėl to ir laukiamoji infliacija, buvo visai maža, Filipso kreivė visai tinka. Bet jei pridėsime duomenis apie 1966–1987 m., pateiktus B dalyje, paprastoji (nekoreguota) Filipso kreivė nebeįžiūrima. Tai, kad ji nebetinka, anaiptol negali būti paaiškinta vien jos nereagavimu į infliacijos numatymą. Iš dalies kreivės iširimą lėmė ir tai, kad padidėjo *natūralusis nedarbas*, apie kurį dabar ir kalbėsime.

INFLIACIJOS NESPARTINANTIS NEDARBO LYGIS

Jei nedarbas sumažėja iki tam tikro lygio, prasideda kaskart spartėjanti infliacija. Toks nedarbas, kurio jau pakanka, kad būtų galima išvengti infliacijos spartėjimo, vadinamas INNL (**infliacijos nespartinančiu nedarbo ly-**

giu) arba natūraliuoju nedarbu. Terminas *natūralusis* nereiškia, kad būtent tokį nedarbą lemia žmonių prigimtis. Įvairios priemonės, pavyzdžiui, minimalaus darbo užmokesčio įstatymų eliminavimas, griežtesni reikalavimai, kad ieškotų darbo tie, kurie gauna nedarbo pašalpas, rasinės diskriminacijos mažėjimas, bedarbių perkvalifikavimo programos, gali sumažinti tą lygį.

8 dešimtmetyje INNL gerokai pakilo, nes kaip tik tada pokario metų pagausėję gimimai labai padidino darbo ieškančių jaunuolių skaičių, o dėl pakitusių visuomenės nuostatų daugiau moterų ėmė ieškoti apmokamo darbo. Šie darbo rinkos naujokai neturėjo tinkamos kvalifikacijos, todėl nedarbo lygis ir pakilo. Be to, nedarbas didėjo ir dėl to, kad nauji žmonės, papildantys visuomenės darbo jėgą, pradėjo registruotis kaip bedarbiai. Nedarbą taip pat didino jaunų žmonių polinkis dažnai keisti darbo vietą.

9 dešimtmečio viduryje ekonomistai manė, kad INNL yra tarp 5 ir 7 procentų, o dešimtmečio pabaigoje dažniau minimas mažesnysis skaičius. Tai, kad neturėjome patikimų ir tikslių žinių apie INNL, rimtai atsiliepė mūsų ūkio politikai. Apskaičiavę visą makroekonominę politiką taip, kad būtų pasiektas *visiškas užimtumas*, apibrėžtas kaip INNL, mes paprasčiausiai galėjom sukurti tokią padėtį, kad būtų toleruojamas per didelis nedarbas arba kad būtų skatinama spartėjanti infliacija. Visai tikėtina, kad pagrindinė 8 dešimtmečio infliacijos priežastis buvo ta, kad vyriausybė pasirinko per žemą INNL.

Per ilgesnį laiką faktinis nedarbo lygis artėja prie INNL. Žemesnis jis negali būti, nes tada infliacija vis spartėtų. Dėl to galiausiai būtų imtasi griežtos pinigų politikos, kuri vėl padidintų nedarbą. Priešingai, kada nedarbas viršija INNL, darbo ieškantys darbingi žmonės sudaro atlyginimus ir kainas mažinantį spaudimą, o mažesni atlyginimai bei kainos, kaip netrukus išsiaiškinsime, pradeda mažinti nedarbą.

Didelis nedarbas (kai jo lygis gerokai prašoka INNL) nėra naujas reiškinys. Dar iki Didžiosios depresijos, kai tik gerokai sumažėdavo gamyba, nedarbas labai padidėdavo. Ūkio istorikai iki šiol nesutaria, aiškindamiesi, ar prieš 1929 m. nedarbas buvo (imant vidutiniškai) daug mažesnis negu po Antrojo pasaulinio karo. Viena aišku, kad Didžiosios depresijos laikotarpis buvo kraštutinis, visiškai netipiškas atvejis. Vėliau dar aptarsime masinio nedarbo priežastis; dabar pereikime prie infliacijos priežasčių.

INFLIACIJOS PRIEŽASTYS

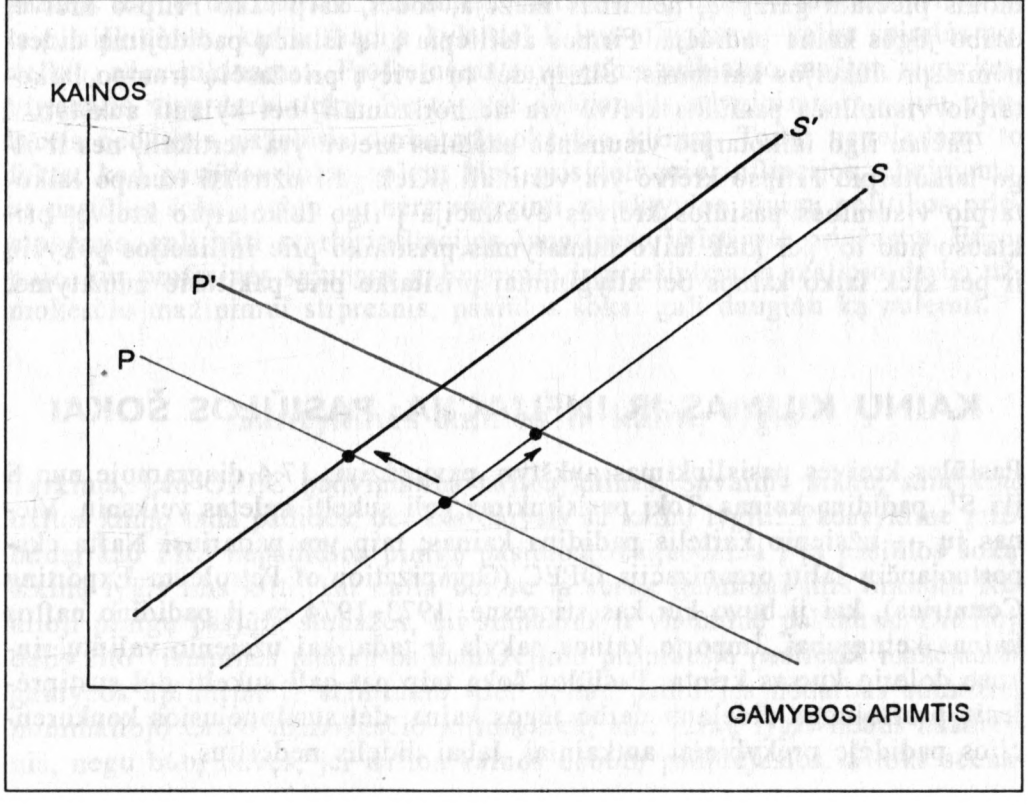
Infliaciją padeda išsiaiškinti visuminės pasiūlos ir paklausos kreivės. Visuminės paklausos kreivės, kuriomis dabar remsimės, gerokai skirsis nuo tos visuminės paklausos kreivės, kurią esame pateikę 13 skyriuje, vadinamojoje 45 laipsnių diagramoje. Anoje pajamos buvo žymimos x ašyje, o visuminė paklausa — y ašyje. Kadangi pajamoms didėjant didėja ir paklausa, tai visuminės paklausos kreivė kyla aukštyn iš kairės į dešinę. O diagramoje,

kurią dabar pateiksime, *y* ašyje žymima ne paklausa, bet kainų lygis. Kitoje, t. y. *x* ašyje, žymėsime realiąsias pajamas.

Visuminės paklausos kreivė

Ankstesniuose skyriuose esame išnagrinėję visuminės paklausos veiksnius. Dabar pasirinksime tik vieną visuminės paklausos veiksnį — pinigų pasiūlą. Visus kitus visuminės paklausos veiksnius laikydami nekintamais, galime nubrėžti kreivę, rodančią visuminės paklausos (vertikaliojoje ašyje) ir realiosios pinigų pasiūlos santykį. 17.4 diagramoje parodyta visuminės paklausos kreivė slenka žemyn, kadangi kylant kainoms pinigų kiekio realioji vertė mažėja. Žmonės šiuo atveju ima suprasti, kad jie neturi pakankamai realiųjų pinigų. Be to, krintant jų pinigų bei turimų vyriausybės obligacijų realiajai vertei, mažėja jų turto dydis. Reaguodami į tai, gyventojai mažiau perka prekių bei paslaugų, ir gamyba sumažėja. Ir tai dar ne viskas;

17.4 diagrama. Visuminės pasiūlos ir paklausos kreivės. Visuminės pasiūlos kreivei slenkant vidaus pusėn (iš S į S' padėtį), kainos kyla, o realiosios pajamos mažėja. Visuminės paklausos kreivei slenkant aukštyn (iš P į P' padėtį), tiek kainos, tiek gamybos apimtis didėja



realiajam pinigų kiekiui sumažėjus, palūkanų norma padidėja, o tai irgi mažina išlaidas. Šitaip atvirkščiai proporcingai sąveikaujant kainų lygiui ir gamybos apimčiai, visuminės paklausos kreivė slenka žemyn.

Kadangi visuminės paklausos kreivė reiškia gamybos apimties, kitaip tariant, realiųjų išlaidų, santykį su kainų lygiu, tai bet kuris veiksnys, keičiantis realiąsias išlaidas (išskyrus kainų lygio pokytį), stumteli visuminės paklausos kreivę į kitą vietą. Iš tokių veiksnių paminėtini ribinio investicijų efektyvumo pokyčiai bei mokesčiai.

Visuminės pasiūlos kreivė

Visuminės pasiūlos kreivė, taip pat pateikta 17.4 diagramoje, rodo, kiek pagaminta esant atitinkamoms kainoms. Iš jos matyti, kad dėl dviejų priežasčių didesnę gamybos apimtį atitinka aukštesnis kainų lygis. Pirma, kai kurios kainos (pirmiausia medžiagų ir žaliavų) susiklosto aukciono tipo rinkose, kur jos laisvai svyruoja pagal pasiūlą ir paklausą. Didesnė gamybos apimtis reiškia didesnę medžiagų ir žaliavų paklausą, dėl to kainos ir padidėja. Vėliau tą kainų padidėjimą firmos perteikia savo produkcijos vartotojams. Antra, pramonės gamybos bei paslaugų sektoriuose kainos nustatomos pirmiausia pridedant tam tikrą priedą prie darbo jėgos kainų. Firmoms plečiant gamybą, nedarbas mažėja, todėl, kaip sako Filipso kreivė, darbo jėgos kaina padidėja. Firmos atsiliepia į tą išlaidų padidėjimą didesnėmis produkcijos kainomis. Šitaip dėl tų dviejų priežasčių trumpo laikotarpio visuminės pasiūlos kreivė yra ne horizontali, bet kylanti aukštyn.

Tačiau ilgo laikotarpio visuminės pasiūlos kreivė yra vertikali, nes ir ilgo laikotarpio Filipso kreivė yra vertikali. Kiek gali užtrukti trumpo laikotarpio visuminės pasiūlos kreivės evoliucija į ilgo laikotarpio kreivę, priklauso nuo to, per kiek laiko numatymas prisitaiko prie infliacijos pokyčių ir per kiek laiko kainos bei atlyginimai prisitaiko prie pakitusio numatymo.

KAINŲ KILIMAS IR INFLIACIJA: PASIŪLOS ŠOKAI

Pasiūlos kreivės pasislinkimas aukštyn, pavyzdžiui, 17.4 diagramoje nuo S iki S^1, padidina kainas. Tokį pasislinkimą gali sukelti keletas veiksnių. Vienas jų — užsienio kartelis padidina kainas; taip yra padariusi Naftą eksportuojančių šalių organizacija OPEC (Organization of Petroleum-Exporting Countries), kai ji buvo kur kas stipresnė. 1973–1974 m. ji padidino naftos kainas keturgubai. Importo kainos pakyla ir tada, kai užsienio valiutų rinkose dolerio kursas krinta. Pasiūlos šoką taip pat gali sukelti dėl sustiprėjusių profsąjungų didėjanti darbo jėgos kaina, dėl susilpnėjusios konkurencijos padidėję prekybiniai antkainiai, labai didelis nederlius.

Niekas neneigs, kad tokie pasiūlos šokai laikinai gali pakelti kainas. Ar gali jie sukelti ir infliaciją, tai yra ilgai trunkantį kainų kilimą? Teoriškai imant, galėtų, bet dėl dviejų dalykų tai nėra tikėtina. Pirma, pasiūlos šokai yra tokie įvykiai, kurie ištinka staiga ir vėliau nebesikartoja. Kainos pakyla ir gali ilgai būti didesnės, bet toliau nebedidėja. Antra, visuminės paklausos kreivė rodo, kad kainų lygiui kylant, realiosios pajamos mažėja. Dėl to kylantis nedarbas spaudžia atlyginimus ir kainas žemyn.

Jei kas nors norėtų dėl infliacijos kaltinti pasiūlos šokus, turėtų argumentuoti detaliau. Vienas argumentų būtų teiginys, jog padidėjęs nedarbas skatina FRS imtis plėtros politikos priemonių. Pinigų kiekis tada didėja sparčiau, o dėl to keletą metų spartesni yra ir infliacijos tempai. Tačiau tokiu atveju šio teiginio autoriui tektų dėl infliacijos kaltinti FRS politiką, o ne pasiūlos šoką.

Kitas argumentavimo būdas yra pabrėžti, kad samdomieji darbuotojai paprastai labai stipriai priešinasi bet kokiam didesniam realiojo darbo užmokesčio sumažėjimui. Todėl jeigu, tarkime, naftos kainos pakilo, jie reikalaus didesnių atlyginimų, kad būtų kompensuoti nuostoliai dėl didesnių kainų. Padidėjusias darbo jėgos kainas firmos po to perkels į produkcijos kainas (t. y. jas padidins), o dėl to bus vėl reikalaujama padidinti atlyginimus. Tokios *kainų–atlyginimų–kainų spiralės* visiškai neigti negalima. Jei OPEC 1973–1974 m. ir 1979–1980 m. nebūtų pakėlusi naftos kainų, nominalusis darbo užmokestis vėlesniais metais būtų didėjęs mažiau. Šiaip ar taip, aiškinimas, kad infliacija kyla dėl kainų–atlyginimų–kainų spiralės poveikio, nėra įtikinamas. Profesinėms sąjungoms priklauso mažiau negu ketvirtadalis visų darbininkų. Be to, dėl didėjančių atlyginimų ir kainų plintantis nedarbas pažaboja darbo užmokesčio kilimą. Todėl neneigdami to fakto, kad pasiūlos šokai galėtų kiek prisidėti prie infliacijos, abejojame, ar pasiūlos šokai, jeigu jie nėra suderinti su aktyvios pinigų politikos priemonėmis, gali būti svarbi infliacijos Jungtinėse Valstijose priežastis. Europoje, kur profesinės sąjungos galingesnės ir priešinimasis realiojo darbo užmokesčio mažinimui stipresnis, pasiūlos šokai gali daugiau ką nulemti.

Santykinės kainos ir kainų lygis

Tarkime, kad OPEC padvigubina naftos kainas. Savaime aišku, *santykinė* naftos *kaina* tada padidės, bet kas darysis su kainų lygiu? Padarykime prielaidą, kad FRS nepadidina pinigų pasiūlos, reaguodama į tą pasiūlos šoką. Kainų lygis ims kilti, kai nafta bei su ja susiję gaminiai ims brangti. Realioji pinigų pasiūla sumažės, tai sumažins ir visuminę paklausą. Didžioji dalis šito visuminės paklausos sumažėjimo pirmiausia pasireikš mažėjančia gamybos apimtimi ir užimtumu. Bet vėliau padidėjęs nedarbas sumažins nominaliojo darbo užmokesčio kilimą tiek, kad kainų lygis nebus aukštesnis, negu būtų buvęs, jei naftos kainos nebūtų padidėjusios. Šitoks scena-

rijus nelabai realus, nes FRS visada stengiasi reaguoti į nedarbo augimą bent kiek spartesniu pinigų kiekio didinimu. Tačiau scenarijus rodo *skirtumą tarp santykinės kainos padidėjimo ir kainų lygio pakilimo.*

KAINŲ KILIMAS IR INFLIACIJA: PAKLAUSOS ASPEKTAS

Jei visuminės paklausos kreivė 17.4 diagramoje pasislenka aukštyn, tarkime, iš D į D^1, kainos padidėja. Toks poslinkis įvyksta, kai padidėja vienas iš šių rodiklių: vidutinis polinkis vartoti, ribinis investicijų efektyvumas, vyriausybės išlaidos, eksportas, pinigų pasiūla. Visuminės paklausos kreivė taip pat pasislenka aukštyn, jei sumažėja mokesčiai, importas arba pinigų paklausa.

Kad sukeltų infliaciją, o ne vienkartį kainų pakilimą, tie veiksniai patys turėtų pakisti ne vieną kartą, o keistis kurį laiką. Tarkime, vyriausybės išlaidos padidėja ir po to kurį laiką lieka tokios pat. Visuminė paklausa padidės, kainų lygis pakils, bet tuo viskas ir pasibaigs. Kad pamatytume tai Keinso sudarytoje schemoje, turime įsivaizduoti IS ir LP diagramą, nubraižytą taip, kad rodytų visiško užimtumo ekonomiką, kurios kainų lygis žymimas x ašyje. Kadangi vyriausybės išlaidų padidėjimas kilsteli IS kreivę aukštyn, tai kainos padidėja, bet vėliau jau lieka to paties lygio. Arba, jei kalbėsime kiekybinės teorijos terminais, padidėjus vyriausybės išlaidoms, padidėja palūkanų norma, ir dėl to savo ruožtu padidėja pinigų apyvartos greitis. Visuminė paklausa ir kainos tada taip pat padidėja. Bet palūkanų normos padidėjimas tėra vienkartis, todėl ir kainos padidėja tik vienąsyk, o ne kyla nuolat. Žinoma, tas kainų padidėjimas vyktų tam tikrą laiko tarpsnį. Bet vis tiek ilgai trunkanti infliacija kils tiktai tada, jei vyriausybės išlaidos didės ilgą laiką ir labai sparčiai. Tai įmanoma, bet mažai tikėtina. Lygiai taip pat įmanoma, bet nelabai realu, kad vyriausybės išlaidų didėjimas įsuks bent kiek ilgesniam laikui kainų–atlyginimų–kainų spiralę.

Didesnė infliacija greičiausiai nekils ir tada, jei keisis polinkis vartoti, pinigų paklausa arba eksportas ir importas. Labiau ginčytinas dalykas yra ribinio investicijų efektyvumo pokyčiai. Daugelis Keinso šalininkų yra įsitikinę, kad ribinis investicijų efektyvumas yra labai nepastovus, kad tolydžio kyla gana ilgai trunkantys ir stiprūs investicijų bumai, kurie sužadina infliaciją. Tačiau viską susumavus, manoma, kad pagrindinė infliacijos sukėlėja yra pinigų pasiūla. Taip yra dėl kelių priežasčių. Pirma, padidėjusi pinigų pasiūla daro didžiulį poveikį pajamoms: per ilgesnį laiką 10 procentų padidėjusi pinigų pasiūla padidina kainas irgi 10 procentų. Antra, pinigų kiekio didėjimas labai netolygus, ir didėjimo tempų kaita kartais trunka gana ilgai. Trečia, empiriniai duomenys rodo, kad pinigų kiekio ir kainų lygio pokyčiai visada atitinka vienas kitą. Todėl suprantama, kodėl

Miltonas Frydmenas (Milton Friedman) yra pasakęs, kad „visada ir visur infliacijos priežastis yra pinigai". Anaiptol ne visi ekonomistai mano taip kategoriškai, tačiau kone visi jie sutinka, kad didelės infliacijos nebūna be pinigų pasiūlos didėjimo.

Ar pinigai yra tikroji priežastis?

Nors sutariama, kad didelė infliacija negali kilti, gerokai nepadidėjus pinigų pasiūlai, bet yra ekonomistų, kurie nedrįsta teigti, jog pinigai ir yra tikroji infliacijos priežastis. Jie tvirtina, kad sieti infliaciją su didėjančia pinigų pasiūla yra per daug paviršutiniška. Tarkime, naftos kainos padvigubėja, ir FRS, norėdama išvengti neabejotinai kilsiančio nedarbo, padidina pinigų pasiūlą. Argi nereikėtų dėl infliacijos kaltinti OPEC, o ne pinigų pasiūlos didėjimą? Arba tarkime, kad politinę valdžią paėmė tie, kurie palyginti labiau rūpinasi užimtumu, o ne infliacija. Tada FRS imsis plėtros politikos, ir infliacija netruks įsibėgėti. Didžioji 8 dešimtmečio infliacija tikriausiai nebūtų buvusi tokia negailestinga, jeigu visuomenė ir politikai būtų buvę griežtesni infliacijos atžvilgiu. Taigi ar ne paviršutiniška yra teigti, kad infliaciją sukelia spartėjantis pinigų kiekio didėjimas?

Ne visai taip. Visos priežastys, išskyrus „pirmapradę priežastį", turi kitas, jas pačias sukeliančias priežastis. Kai žmogus aiškina, kodėl jis sušlapo, jis sako, jog lietus lyja, o ne kad iš pietų atslinko aukšto slėgio oro masės arba kad Žemės traukos jėga privertė debesis palieti vandens lašus. Jeigu kiekvieną kartą, kai tik labai padidėja pinigų pasiūla, kyla infliacija, tai kodėl negalima teigti, jog infliacijos priežastis yra pinigų kiekio didėjimas? Galimybė nurodyti vieną priežastį, kuri būdinga kiekvienai (ar beveik kiekvienai) infliacijai, yra privalumas. Kitaip yra su pinigų pasiūla — aiškindamiesi, kodėl ji didėja taip sparčiai, kiekvieną kartą turėsime nurodyti vis kitus veiksnius. Teorija, kuri įvairiais atvejais nurodo tą pačią priežastį (jei tik teisingą), paprastai yra geresnė už tą, kuri kiekvienam atvejui randa vis kitą priežastį. Be to, pinigų kiekio didėjimas yra vertas stebėjimo objektas, nes FRS gali jį kontroliuoti.

KOVA SU INFLIACIJA

Vienas iš kovos su infliacija būdų yra mažinti visuminę paklausą. Bet bėda čia ta, kad sumažinus paklausą, gamyba bei užimtumas iš pradžių sumažėja daugiau negu kainos, nebent visuomenė labai pasitikėtų ta antiinfliacine politika, arba darbo užmokesčiui būtų netrukdoma svyruoti. 1979 m. spalio mėn. FRS ėmėsi ribojamosios politikos, kuri, kartu pasibaigus nepalankiems pasiūlos šokams, sumažino infliacijos tempus (apskaičiuojamus BNP

kainų indeksu) nuo 9,7 procento 1981 m. iki 3,8 procento 1983 m. Tačiau nedarbas padidėjo nuo 5,8 procento 1979 m. iki 9,5 procento 1982 ir 1983 m. Vadinasi, už infliacijos sustabdymą teko sumokėti didelę sumažėjusios gamybos ir žmonių skurdo kainą.

Alternatyvaus pobūdžio yra **pajamų politika**; ja siekiama išvengti tokių skaudžių antiinfliacinės politikos padarinių. Prisiminkime Filipso kreivės lygtį: $u = a - bn + cl + fi^l$. Užuot operavusi nedarbą išreiškiančiu šios lygties dėmeniu, pajamų politika daugiausia dėmesio kreipia į laukiamų kainų dėmenį. Juk infliacija daugiausia kyla kaip gynybinė reakcija, nes tie, kuriuos ji paliečia — samdomieji darbuotojai, reikalaujantys didinti atlyginimus, bei firmos, keliančios produkcijos kainas, — tikisi, jog kiti darys būtent taip, ir nenori atsilikti nuo jų. Panašiai kaip žiūrint paradą — kiekvienas žiūrovas spraudžiasi į priekį, kad geriau matytų. Atrodo, visai akivaizdu, jog uždraudus nesaikingus reikalavimus didinti atlyginimus bei tokį pat kainų kėlimą, galima būtų sustabdyti infliaciją visai nedidele kaina.

Dėl to viena iš pajamų politikos formų yra tiesioginis atlyginimų ir kainų reguliavimas. Paskutinis šiuo būdu pasinaudojo prezidentas Ričardas Niksonas (Richard Nixon) 1971 m., o prieš tai juo buvo naudotasi vykstant Korėjos karui ir per abu pasaulinius karus. Tiesioginis atlyginimų ir kainų reguliavimas yra griežčiausia pajamų politikos forma. Kitas kraštutinumas yra *įkalbinėjimai*, kitaip tariant, prezidento raginimas derybų dėl atlyginimų ir kainų dalyviams elgtis atsakingai ir nepamiršti visuomenės interesų. Tarp šių kraštutinių formų yra ir kitokios priemonės — valstybės užsakymų atšaukimas iš tų firmų, kurios pernelyg didina kainas, mokesčių lengvatų suteikimas toms firmoms, kurios laikosi tam tikrų atlyginimų ir kainų apribojimų. Pajamų politika kartais vadinama *visuomenine sutartimi*, pagal kurią profsąjungos sutinka, kad mažiau didėtų atlyginimai, o firmos savo ruožtu pažada nuosaikias gaminių kainas arba priemones palaikyti visišką užimtumą. Tokios visuomeninės sutartys dažniau praktikuojamos daugelyje Europos šalių, kuriose profesinių sąjungų narių lyginamasis svoris didesnis negu JAV.

Pajamų politika, deja, turi tris didelius trūkumus. Pirma, švelni pajamų politika, pavyzdžiui, „įkalbinėjimai“, mažai tepaveikia. Iki šiol karštai ginčijamasi dėl to, ar ji padarė poveikį, kai prezidentai Džonas F. Kenedis (John F. Kennedy) ir Lindonas B. Džonsonas (Lyndon B. Johnson) išbandė šią formą. Antra, žymiai stipresnės priemonės, pavyzdžiui, tiesioginis atlyginimų ir kainų reguliavimas, kenkia išteklių pasiskirstymui. Juk orientuodamiesi į kainas, mes plėtojame gamybą. Ištekliai, iš esmės imant, keliauja tenai, kur jų labiausiai reikia, būtent dėl to, kad tuose ūkio sektoriuose kyla kainos. Kai kainos tiesiogiai reguliuojamos, neleidžiama joms didėti, dingsta paskata kilnoti išteklius.

Trečia, tarkime, kad infliacija kilo dėl to, jog pinigų daugėjo per greit. Kadangi žmonės nenori laikyti visų tų papildomų pinigų, jie juos išleidžia, šitaip paakindami kainas didėti tuose sektoriuose, kuriuose kainos tiesiogiai

nereguliuojamos. Dar blogiau yra tai, kad kai galiausiai reguliavimas baigiasi, tie dideli pinigų likučiai sukelia tikrą kainų sprogimą. Peršasi išvada, kad tiesioginį reguliavimą būtina papildyti tokia ribojamąja pinigų politika, kuri neleistų susikaupti tam infliacijos kurui. Bet šito dažniausiai nedaroma. Kai tiesioginis reguliavimas jau įvestas, susiviliojama ir toliau reguliuoti kainas ir imtis makroekonominės plėtros politikos, kad būtų sumažintas nedarbas[1].

INDEKSAVIMAS: GERAI AR BLOGAI

Daugelyje profesinių sąjungų sudarytų sutarčių yra koregavimo pagal pragyvenimo išlaidas (COLA — cost of living adjustment) straipsnis, pagal kurį, kintant gyvenimo išlaidoms, automatiškai koreguojamas (bent iš dalies) ir darbo užmokestis. Kai kurie ekonomistai yra siūlę indeksuoti visus atlyginimus. Taip būtų pasiekti du svarbūs dalykai. Pirma, būtų kur kas lengviau pažaboti infliaciją. Antiinfliacinė politika sukeltų tik nedidelį nedarbą, nes infliacija būtų mažesnė negu numatyta pasirašant sutartis, ir todėl realusis darbo užmokestis nepakiltų tiek daug; taigi ir nedarbas būtų mažesnis. Antra, indeksavimas pašalintų neplanuotą naudą arba nuostolius, kurių atsirastų dėl infliacijos numatymo klaidų.

Tačiau indeksavimas turi savų keblumų. Tarkime, sumažėjęs našumo augimas ar kitoks pasiūlos šokas sumažina gamybos apimtį. Dėl to kažkam tenka paaukoti dalį savo realiųjų pajamų. Kadangi indeksavimas apsaugo beveik visų samdomųjų darbuotojų realųjį darbo užmokestį, tai visą tos aukos naštą teks pakelti tiems, kieno pajamos neindeksuojamos. Be to, kada infliacija prasideda, indeksavimas ją dar paspartina, nes atlyginimai reaguoja į ją labai greitai.

NEDARBO PRIEŽASTYS

Padidėjusį nedarbą įprasta aiškinti tuo, kad sumažėjo visuminė paklausa. Taigi „kaltas“ čia gali būti bet kuris iš veiksnių, formuojančių visuminę paklausą, pavyzdžiui, ribinis investicijų efektyvumas arba polinkis vartoti. Priešingai negu infliacijos atveju, nedarbas kyla nebūtinai tada, kai tie

[1] Yra viena tarsi grynai techninė smulkmena, kuri nepaprastai apsunkina pajamų politikos derinimą su ribojamąja pinigų politika. Jei atlyginimai faktiškai sumažėja, tai labai natūralu būtų, jei sumažėtų ir palūkanų norma. Tačiau kaip tai padaryti? Viena iš galimybių yra apriboti paklausą skolinamosioms lėšoms, naudojant kredito paskirstymo sistemą — pavyzdžiui, riboti dydį tų paskolų, kurias bankai teikia tam tikros rūšies skolininkams. Tačiau toks kredito skirstymas yra ganėtinai sudėtingas, turi daug trūkumų. Viliojanti alternatyva būtų laikinai priversti palūkanų normą sumažėti didinant pinigų prieaugio tempus. Šitaip darant pajamų politika galiausiai ir padidino infliaciją 8 dešimtmetyje.

veiksniai kinta nepaliaujamai. Pavyzdžiui, jei vyriausybės išlaidos sumažėjo ir liko mažesnės, nedarbas padidės ir kurį laiką bus didelis[2].

Pasiūlos šokai taip pat gali sukelti nedarbą. Kai našumas krinta, darbo jėgos paklausa sumažėja, jei realusis darbo užmokestis nesikeičia. Ilgai trunkantis našumo mažėjimas — retas dalykas. Bet jei našumas didėja lėčiau negu buvo manyta, sudarant darbo sutartis, tada realusis darbo užmokestis didės per greitai ir užimtumas sumažės. Panašų poveikį gali padaryti importo kainų didėjimas. Kainoms kylant, norėdami apsaugoti savo realiuosius atlyginimus, darbininkai reikalaus didesnio nominaliojo darbo užmokesčio. Tačiau jų darbo našumas nebus atitinkamai padidėjęs, todėl darbdaviai, mokėdami didesnį darbo užmokestį, samdys mažiau žmonių. Jungtinėse Valstijose tokie pasiūlos veiksniai, matyt, nesukels didelio nedarbo iš dalies dėl to, kad profsąjungos čia silpnos, o iš dalies dėl to, kad jos daugiausia rūpinasi nominaliuoju, o ne realiuoju darbo užmokesčiu. Tuo tarpu Europoje samdomieji darbuotojai daugiausia rūpinasi realiuoju darbo užmokesčiu, ir profsąjungos yra stipresnės. Todėl ten nesaikingi realiojo darbo užmokesčio reikalavimai yra kur kas labiau galima (nors irgi ginčijama) didesnio nedarbo priežastis.

Vienu požiūriu nedarbą beveik visada galima kildinti iš nesaikingų reikalavimų didinti *piniginį darbo užmokestį*. Įsivaizduokime, kad nominalusis darbo užmokestis yra visiškai laisvai kintantis, ir darbo neturintys žmonės sutinka dirbti už bet kokį atlyginimą. Ir tarkime, kad tokioje ekonomikoje pinigų kiekis sumažėja 10 procentų. Sumažėjus visuminei paklausai, pradeda plisti nedarbas, bet kai 10 procentų sumažėja ir darbo užmokestis, ir kainos, nedarbas išnyksta. Taip pat atsitiks ir jei sumažės ribinis kapitalo efektyvumas; tada tam tikru mastu sumažės atlyginimai bei kainos, dėl to tiek padidės pinigų pasiūla ir tiek sumažės palūkanų norma, kad vėl grįžtų visiškas užimtumas. Kita vertus, galima teigti, kad beveik visada nedarbas atsiranda laisva valia, kadangi didžioji bedarbių dalis už tam tikrą atlyginimą galėtų gauti darbo. Tai nereiškia, jog meluoja tie, kurie neturi darbo — tai tereiškia, jog dalis tiesos nutylima. Bedarbiai neturėtų sakyti, kad jie negali rasti darbo, jie turėtų sakyti, kad negali rasti darbo su tokiu atlyginimu, kurį laiko priimtinu.

Daugelis ekonomistų ir, matyt, apskritai žmonių, tai laikys vien semantine ekvilibristika. Nedarbas, jų manymu, yra tada, kai žmogus negali rasti darbo su atlyginimu, kuris iš esmės atitiktų anksčiau gautąjį atlyginimą, žmogaus patirtį bei kvalifikaciją. Be to, pabrėš jie, darbuotojo galimybes sutikti su mažesniu atlyginimu riboja ir minimalaus darbo užmokesčio įstatymas.

---

[2] Šiuo atveju nedarbas ir infliacija skiriasi tuo, kad nedarbą reiškia kintamojo (t. y. kainų lygio) dydis, o infliacija rodo to kintamojo pokytį.

SANTRAUKA

1. Infliacija yra nuolat vykstantis ir gana didelis kainų kilimas. Yra įvairių infliacijos tipų: mažiausia yra vadinama lėtąja infliacija, didžiausia — hiperinfliacija. Iki 6 dešimtmečio atrodė, kad JAV ekonomika yra pakankamai atspari taikos meto infliacijai. Dabar niekas taip nebemano.
2. Šioks toks nedarbas yra būtinas, kad gamyba būtų efektyvi, ir jei nedarbas pasidaro mažesnis negu INNL, kyla vis didesnė infliacija. Galiausiai Filipso kreivė pasidaro vertikali, ir tada jau nebegalima sumažinti nedarbo didinant infliaciją.
3. Visuminės paklausos kreivė, nubrėžta kainas ir gamybos apimtį reiškiančių ašių diagramoje, slenka žemyn. Visuminės pasiūlos kreivė kyla aukštyn.
4. Kainos kyla, kai visuminės paklausos kreivė arba visuminės pasiūlos kreivė pasislenka aukštyn. Bet infliacija nekils tol, kol tokie poslinkiai bus vienkarčiai. Labiausiai galima infliacijos priežastis yra pinigų pasiūla. Pasiūlos šokai greičiau sukelia vienkartį kainų padidėjimą, bet ne infliaciją.
5. Su infliacija galima kovoti, mažinant visuminę paklausą arba imantis pajamų politikos. Visuminės paklausos mažinimas sukelia nedarbą. O dėl pajamų politikos neretai tenka abejoti, ar ji veiksminga.
6. Visuminės paklausos sumažėjimas sukelia nedarbą, bet taip neatsitiktų, jei darbo užmokestis būtų lankstus, laisvai svyruojantis ir galėtų sumažėti. Nedarbą taip pat gali sukelti ir pasiūlos šokas.

PAGRINDINIAI TERMINAI

infliacija	inflation
lėtoji infliacija	creeping inflation
hiperinfliacija	hyperinflation
Filipso kreivė	Philips curve
atsižvelgiant į numatymą pakoreguota Filipso kreivė	expectations–augmented Philips curve
INNL	NAIRU
natūralusis nedarbo lygis	natural rate of unemployment
visuminės pasiūlos kreivė	aggregate supply curve
pajamų politika	incomes policy
indeksavimas	indexing
PIK	COLA

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Peržiūrėkite pastarųjų 10 metų nedarbo lygio ir infliacijos duomenis (pateiktus leidinyje „Economic Report of the President“). Ar jie rodo stabilią Filipso kreivę?
2. Apsvarstykite teiginį: „Filipso kreivė leidžia vyriausybei pasirinkti tokį infliacijos ir nedarbo derinį, kurį ji laiko tinkamiausiu“.

3. Buvo įprasta manyti, kad JAV yra atsparios taikos meto infliacijai. Paaiškėjo, kad dabar taip jau nebėra. Kodėl, jūsų manymu, taip atsitiko?
4. Paaiškinkite, kodėl visuminės paklausos kreivė, nubrėžta kainų ir realiųjų pajamų ašių diagramoje, slenka žemyn, o visuminės pasiūlos kreivė kyla aukštyn.
5. Padiskutuokite, ar gali pasiūlos šokai sukelti infliaciją. Ar bent teoriškai tai įmanoma?

LITERATŪRA

Helmut Frisch. Inflation Theory 1963–1975: A „Second Generation" Survey. — Journal of Economic Literature, 15 (1977, gruodis), p. 1289–1317. Vertinga gausios literatūros apžvalga.

David Laidler, John Parkin. Inflation — A Survey. — Economic Journal, 85 (1975, gruodis), p. 810–823. Išsamus nagrinėjimas.

Hugh McCulloch. Money and Inflation. New York, Academic Press, 1975. Gerai parašyta ir neįmantri problemos apžvalga.

Stuart Weiner. The Natural Rate of Unemployment: Concepts and Issues. — Economic Review. Federal Reserve Bank of Kansas City, 71 (1986, sausis), p. 11–25.

18
SKYRIUS

Kiekybinė teorija ir monetarizmas

Šiame skyriuje grįžtame prie kiekybinės teorijos, su kuria pirmą kartą esame susidūrę 13 skyriuje. Dar dirbdamas Čikagos universitete, Miltonas Frydmenas atgaivino kiekybinę teoriją, išaiškino, kad ja remiantis galima suprasti BNP pokyčius. Pirmiausia ir susipažinsime su Frydmeno sukurtu šios teorijos „čikagiškiu" variantu. Po to pasitelksime pavyzdžių, praktiškai patvirtinančių šią teoriją. Tada panagrinėsime daugiau teiginių, reiškiančių monetarizmo požiūrį, ir baigsime skyrių monetaristų ir keinsistų pažiūrų palyginimu. Prieduose aptariamas Dono Patinkino (Don Patinkin) kiekybinės teorijos variantas ir dviejų žymių monetaristų Karlo Brunerio (Karl Brunner) ir Alano Melcerio (Allan Meltzer) teorija.

KIEKYBINĖS TEORIJOS RAIDA

Kiekybinė teorija jau turi ilgą istoriją. XVIII a. 6 dešimtmetyje didysis škotų filosofas Deividas Hiumas (David Hume), Adamo Smito (Adam Smith) bičiulis, paskelbė gana platų šios teorijos variantą. 1917 m. Kembridže to varianto teiginius įtikinamai pagrindė A. S. Pigu (A. C. Pigou) ir 1911 m. — didysis amerikiečių ekonomistas Ervingas Fišeris (Irving Fisher).

Kiekybine teorija pradėta nebepasitikėti Didžiosios depresijos metais. Susidarė nuomonė, kad ji nepadeda paaiškinti, kas vyksta, kadangi ji paremta nekintančiu pinigų apyvartos greičiu, o šis sparčiai mažėja. (25 skyriuje kalbėsime apie tai, kad dabar daug diskutuojama, ar kiekybinė teorija gali paaiškinti Didžiąją depresiją, tačiau kol kas dauguma ekonomistų mano, jog ne.) Dar svarbesnis šiuo požiūriu buvo 1936 m. paskelbtas Keinso (Keynes) veikalas „Bendroji užimtumo, palūkanų ir pinigų teorija", kuriame pateikta itin patraukli kiekybinės teorijos alternatyva. Daugelis jaunųjų ekonomistų tapo keinsistais. Tik keliuose universitetuose (tarp jų Čikagos universitete) kiekybinė teorija ir toliau buvo dėstoma kaip gerbtina teorija, o ne kaip nebeaktuali seniena.

Čikagiškis požiūris

6 dešimtmetyje Čikagos universitete Miltonas Frydmenas ir jo mokiniai atgaivino kiekybinę teoriją. Jie atsisakė mechanistinio požiūrio, pagal kurį pinigų apyvartos greitis buvo laikomas nekintančiu. Veikiami Keinso teorijos, jie laikė pinigų paklausą esant panašią į bet kokios kitos prekės paklausą. Todėl, užuot tarę, kad Kembridžo lygties koeficientas *k* yra tam tikras nekintamas dydis (taip teigė ankstesnieji kiekybinės teorijos šalininkai), jie aiškino, jog tas koeficientas priklauso nuo pajamų arba turto bei nuo pinigų laikymo išlaidų, tai yra — nuo pajamų, kurių žmogus atsisako, jei nusprendžia laikyti pinigus, o ne kokią kitą aktyvų rūšį. Šitaip mes ir aiškiname prekių paklausą; pavyzdžiui, mes nemanome, jog gyvenamųjų namų paklausa yra koks nors nekintamas dydis, nes suprantame, jog ji priklauso nuo namų kainų.

Jeigu pinigų paklausa faktiškai yra pastovi keleto apibrėžtų ir prognozuojamų kintamųjų funkcija, tai, žinodami tų kintamųjų reikšmes, galime numatyti, kokio dydžio bus pinigų pasiūla. Tarkime, kaip kad darėme brėždami LP kreivę, jog nominaliųjų pinigų paklausa yra nominaliųjų pajamų *(YP)* ir nominaliosios palūkanų normos *(n)* funkcija, tai yra

$$1) \qquad P_P = f\,(YK,\ n).$$

Kadangi empiriniai duomenys teigia, jog pinigų pasiūla ir paklausa pinigų rinkoje pakankamai greitai išsilygina, tai galime parašyti

$$2) \qquad P_S = P_P = f\,(YK,\ n)$$

arba tiksliau

$$3) \qquad P_S = P_P = a + bYK + cn\ ;$$

čia *a*, *b* ir *c* yra koeficientai, kuriuos galima nustatyti statistiškai. Tarkime, kad žinome ir *n. Jei žinome, kas atsitiks su nominaliuoju pinigų kiekiu* P_S, *tuo pačiu žinome, kiek turi pasikeisti nominaliosios pajamos, kad trečioji lygtis galiotų.* Toks yra Frydmeno pertvarkytos kiekybinės teorijos metodas. Keinso teorija teigia, kad pajamos priklauso ne tik nuo pinigų pasiūlos ir paklausos (LP kreivė), bet ir nuo IS kreivės kintamųjų — polinkio vartoti ir ribinio investicijų efektyvumo. Ką tie kintamieji reiškia kiekybinėje teorijoje? Jie veikia netiesiogiai. Tarkime, kad ribinis polinkis vartoti arba ribinis investicijų efektyvumas padidėja. Nominaliosios pajamos taip pat padidės. Tačiau trečioji lygtis teigia, kad jei pajamos didėja pinigų pasiūlai nesikeičiant, tai turės didėti ir palūkanų norma. Tai savo ruožtu mažins Kembridžo koeficientą *k*; kitaip tariant — padidins pinigų apyvartos greitį. Vadinasi, jei į polinkio vartoti bei ribinio investicijų efektyvumo pokyčius netiesiogiai atsižvelgiama, tai šiuo formaliu, abstrakčiu požiūriu tarp abiejų teorijų nėra esminio skirtumo.

Užtat visai realus skirtumas yra žiūrint dviem empiriniais požiūriais.

Pirma, kiekybinė teorija tvirtina, kad pinigų paklausos funkcija yra nekintama, o keinsistai mano, jog ji kinta. Naudodamiesi trečiosios lygties dėmenimis, sakytume, kad keinsistai tvirtina, jog koeficientai *a*, *b* ir *c* nėra tokie pastovūs, kaip skelbia monetaristai.

Antra, kaip jau esame sakę 13 skyriuje, keinsistai pabrėžia, kad sumažinus palūkanų normą padidėjęs pinigų kiekis sumažina pinigų apyvartos greitį (padidina Kembridžo lygties koeficientą *k*) tiek, kad *PA*, o dėl to ir pajamos, padidėja mažiau, o ne proporcingai pinigų pasiūlos padidėjimui. Kiekybinės teorijos atstovai į tai atsako, kad palūkanų norma sumažėja tiktai laikinai. Esminis klausimas čia yra, kiek trunka palūkanų normos grįžimas į ankstesnį lygį. Atsakyti į jį labai sunku. Tiesiogiai mes tegalime stebėti nominaliąją palūkanų normą. Tuo tarpu išlaidoms poveikį daro laukiamoji pomokestinė realioji palūkanų norma.

Perdavimo procesas

Pajamų ir išlaidų teorija apibūdina sudėtingą perdavimo procesą, kurį išdėstėme ankstesniuose skyriuose. Tai procesas, per kurį pinigų pasiūlos pokyčiai keičia pajamas. Miltonas Frydmenas perdavimo procesą aiškina kitaip. Pirma, jis nesiremia palūkanų norma ir sako, kad kai žmonės turi atliekamų pinigų, jie daugiau išleidžia, siekdami pusiausvyros savo laikomų pinigų atžvilgiu. Šis skirtumas tarp Frydmeno požiūrio ir keinsistų požiūrio nėra esminis. Formaliai žiūrint, bet kurį tašką paklausos kreivėje galima interpretuoti tiek jo ryšio su kainų ašimi, tiek su pinigų kiekio ašimi aspektu ir principinio skirtumo nesudaro tai, kad vienu atveju teigiama, jog padidėjo pinigų kiekis, o kitu atveju — jog sumažėjo palūkanų norma. Priežastis, dėl kurios Frydmenas linkęs remtis pinigų kiekiu, o ne palūkanų norma, yra ta, jog jo įsitikinimu, turimi duomenys niekad tiksliai nenusako palūkanų normos dydžio. Todėl ir palūkanų norma paremta analizė neretai gali suklaidinti, kai sprendžiamos praktinės problemos.

Antras skirtumas yra tas, kad, Frydmeno įsitikinimu, pinigų kiekio pokyčiai veikia išlaidas įvairiais sudėtingais būdais, ir tiesiog beprasmiška visus juos aiškintis. Bet koks bandymas to imtis vis tiek baigsis tuo, kad dalis tų būdų liks neatskleista, o dėl to negalėsime tiksliai nustatyti, kokį poveikį pinigų pasiūla daro pajamoms. Užuot konstravęs sudėtingą ekonometrinį modelį, Frydmenas (jis, beje, visais atvejais ne per daug pasitiki sudėtingais ekonometriniais modeliais) pasirenka kitokį metodą. Jis palygino tam tikrą laiką vykusius pinigų pasiūlos ir nominaliųjų pajamų pokyčius ir nemėgino aiškintis, kokiu konkrečiu būdu pinigai paveikė pajamas. Tai sudarė pretekstą daugeliui ekonomistų kritikuoti Frydmeną už apsisprendimą remtis „juodosios dėžės" principu, kada žiūrima tik pinigų kiekio pokyčių (tai lyg įėjimas į dėžę) ir pajamų pokyčių (išėjimas iš dėžės), visai nesuvokiant, kaip tas procesas vyksta. Ši kritika dažnai apibendrina-

ma taip: Frydmenas remiasi vien pinigų ir pajamų pokyčių koreliacija, o juk ekonomikoje yra daugybė koreliacijos atvejų, iš kurių anaiptol nematyti, jog vienas reiškinys sukelia kitą. Pavyzdžiui, yra koreliacija tarp miesto mokyklų mokytojų skaičiaus ir alkoholio suvartojimo, skaičiuojant vienam gyventojui. Kita vertus, Frydmenas yra įsitikinęs, kad empiriniai duomenys teigia, jog koreliacija tarp pinigų kiekio ir kainų yra priežastinė, o ne atsitiktinė. Be to, ekonomikos teorija moko, jog kurios nors prekės pasiūlai padidėjus, jos kaina sumažėja. Tai tiesiogiai taikytina ir tam atvejui, kada aiškinamės, kodėl mažėja pinigų perkamoji galia, kitaip tariant, kodėl kyla kainos, kai pinigų pasiūla padidėja. Argi šito dar nepakanka?

Iždo politika

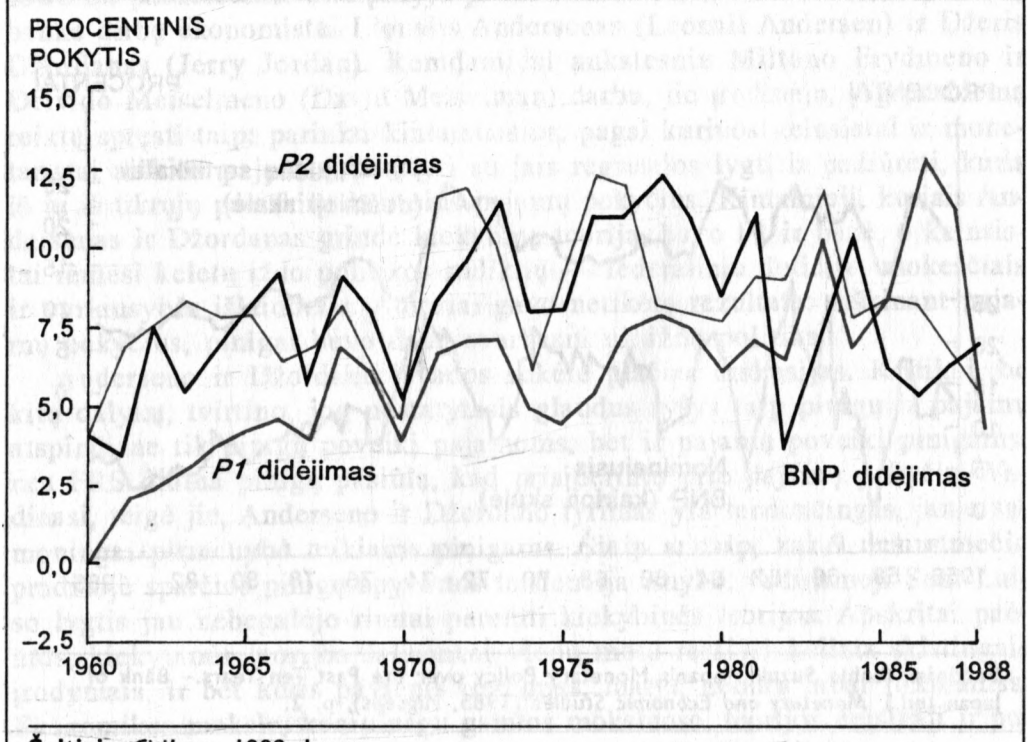
16 skyriuje aptarėme, kaip iždo politika veikia BNP pagal pajamų ir išlaidų teoriją. Tuo tarpu Miltonas Frydmenas mano, kad nors iždo politika ir gali šiek tiek turėti įtakos BNP, bet tas poveikis yra nedidelis. Viena iš priežasčių yra ta, jog vyriausybei veikiant biudžeto deficito sąlygomis, žmonės apsisprendžia daugiau taupyti ir dėl to sumažina išlaidas. Jie taip daro todėl, kad žino, jog ateityje jie patys arba jų palikuonys bus priversti mokėti didesnius mokesčius, kad atlygintų didėjančią valstybės skolą. Jei jie mano, jog jiems patiems teks mokėti didesnius mokesčius, tai yra rimtas motyvas pradėti labiau taupyti jau dabar, kad vėliau nesmuktų jų gyvenimo lygis. O jeigu žmonės galvoja, kad didesnius mokesčius teks mokėti jų palikuonims, tai jie irgi labiau taupys. Šiuo atveju jie rūpinsis palikuonių gerove. Savo vaikams jie paliks didesnį palikimą, jei manys, kad vaikams reikės mokėti didesnius mokesčius, kad atlygintų valstybės skolą. Vadinasi, jei vyriausybės deficitas tiesiogiai pastūmėja IS kreivę išorėn, tai kartu ima veikti ir netiesioginiai veiksniai, kurie tą kreivę šiek tiek ar net tiek pat pastūmėja priešinga kryptimi.

Antra, jei privačios santaupos nepadidėja tiek, kad visiškai kompensuotų tiesiogines vyriausybės deficito pasekmes ir dėl to IS kreivė pasislinktų išorėn, tai palūkanų norma didės ir išlaidos mažės. Frydmenas mano, jog LP kreivė yra visiškai lėkšta, o IS kreivė — visiškai stati. Todėl, kaip jau esame sakę 16 skyriuje, IS kreivės pasistūmėjimą išorėn, rodantį pinigų kiekio didėjimą, iš dalies kompensuoja poslinkis žemyn LP kreive.

Keli empiriniai pinigų svarbos paliudijimai

18.1 diagramoje yra parodytas glaudus ryšys tarp pinigų kiekio ir nominaliųjų pajamų pokyčių Jungtinėse Valstijose. Toks pat ryšys matomas ir kitose šalyse, pavyzdžiui, Japonijoje (žr. 18.2 diagramą), o Frydmenas ir Ana

18.1 diagrama. 1960–1988 m. *P1* ir BNP. Tarp *P1* ir BNP buvo galima numatyti ryšys, bet 9 dešimtmečio pradžioje jis suiro

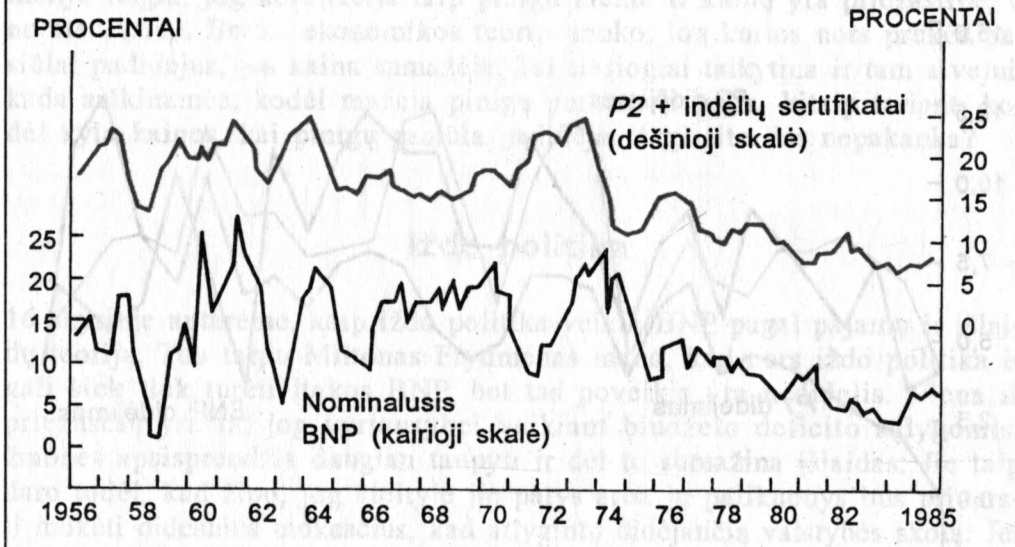


Šaltinis: *Citibase*. 1989, kovas.

Švarc (Anna Schwartz) iš Nacionalinio ekonomikos tyrimo biuro nustatė labai didelę koreliaciją tarp pinigų kiekio ir nominaliųjų pajamų Didžiojoje Britanijoje.

Ar ryški pinigų ir nominaliųjų pajamų koreliacija reiškia, kad pinigų prieaugio pokyčiai sukelia nominaliųjų pajamų pokyčius, ar priešingai, ši koreliacija įrodo, jog pajamų pokyčiai sukelia pinigų prieaugio pokyčius? Pastaruoju atveju koreliacija tikrai nebus argumentas kiekybinės teorijos naudai. Frydmenas ir Švarc kelia hipotezę, kad priežastinio ryšio kryptis yra nuo pinigų prie pajamų, ir tas ryšys reiškiasi keleriopai. Vienu atveju jie, panašiai kaip Filipas Kaganas (Phillip Cagan) iš Kolumbijos universiteto, atliko labai išsamų istorinį tyrimą ir išanalizavo pinigų kiekį keitusius veiksnius. Jie padarė išvadą, kad esant dideliam ekonomikos nuosmukiui, pavyzdžiui, 1920–1921 arba 1929–1933 metais, pinigų kiekis mažėjo ne dėl pajamų mažėjimo, o dėl kitų priežasčių — daugelio bankų bankroto, FRS griežtos ribojimų politikos. Frydmenas ir Švarc teigė, jog šiais atvejais priežastinio ryšio kryptis turi būti nuo pinigų prie pajamų, jeigu žinome, kad pinigų kiekį sumažino ne pajamų sumažėjimas, o kuri nors kita prie-

18.2 diagrama. Pinigų pasiūla ir nominalusis BNP Japonijoje. Tarp pinigų ir BNP Japonijoje yra didelė koreliacija. Iki 1971 m. pinigai čia apibrėžiami kaip *P2*, o vėliau kaip *P2* plius indėlių sertifikatai



Šaltinis: Yoshio Suzuki. Japan's Monetary Policy over the Past Ten Years.– Bank of Japan (ed.). *Monetary and Economic Studies* (1985, rugsėjis), p. 2.

žastis. Panašiai ir pinigų kiekis gali labai padidėti ne vien dėl pajamų, bet ir dėl kitų veiksnių, pavyzdžiui, naujos aukso gavybos technologijos. Frydmenas ir Švarc, beje, sutiko, kad nedidelio ekonomikos smuktelėjimo atvejais — o tokių buvo daugiausia, — istoriniai duomenys nėra tokie vienaprasmiai[1]. Todėl ieškoma kompromiso tarp Keinso ir Frydmeno teorijų ir teigiama, jog Keinso teorija paaiškina įprastus nedidelius ūkinės veiklos aktyvumo smuktelėjimus, o didieji nuosmukiai prasideda dėl pinigų prieaugio tempų sumažėjimo.

Kita vertus, kiekybinės teorijos kritikai tikina, kad ir pajamų padidėjimas gali sukelti pinigų kiekio padidėjimą. Kada palūkanų norma ir pajamos

[1] Frydmenas ir Švarc taip pat pastebėjo, kad paprastai pinigų kiekis daugiausia didėja tada, kai ūkio ciklas dar nėra pasiekęs viršūnės. Tačiau jie mano, kad tai ne taip reikšmingas jų hipotezės apie priežastinio ryšio kryptį nuo pinigų prie pajamų argumentas už ką tik aptartus istorinius faktus. Šiaip ar taip, tas argumentas, kaip įrodė Džeimsas Tobinas (*James Tobin.* Money and Income: Post Hoc, Ergo Propter Hoc. — Quarterly Journal of Economics, 84, 1970, gegužė, p. 301–317), apskritai yra abejotinos vertės, nes visada galima sudaryti modelį, pagal kurį pajamų pokyčiai yra priežastis, o pinigų kiekio prieaugio pokyčiai — pasekmė, bet pinigų prieaugio tempas ir čia bus didžiausias anksčiau negu pajamų prieaugio tempas.

padidėja, tas pats atsitinka ir pinigų multiplikatoriui. Be to, kai pajamos ima didėti sparčiau, FRS stengiasi didinti pinigų bazės augimo tempus.

Diskusijose dėl kiekybinės teorijos daug lėmė rimti argumentai, kuriuos 1968 m. paskelbtame straipsnyje pateikė Sent Luiso federaliniame rezervų banke dirbę ekonomistai Lionalis Andersenas (Leonall Andersen) ir Džeris Džordanas (Jerry Jordan). Remdamiesi ankstesniu Miltono Frydmeno ir Deivido Meiselmeno (David Meiselman) darbu, jie įrodinėjo, jog problemą reiktų spręsti taip: parinkti kintamuosius, pagal kuriuos keinsistai ir monetaristai aiškina pajamas, parašyti su jais regresijos lygtį ir pažiūrėti, kuris iš jų iš tikrųjų paaiškina buvusius pajamų pokyčius. Kintamieji, kuriais Andersenas ir Džordanas grindė kiekybinę teoriją, buvo Pl ir bazė, o keinsistai rėmėsi keletu iždo politikos rodiklių — federaliniu deficitu, mokesčiais ir vyriausybės išlaidomis. Autoriai gavo netikėtą rezultatą: aiškinant pajamų pokyčius, pinigai buvo daug svarbesni už iždo politiką.

Anderseno ir Džordano išvados sukėlė plačias diskusijas. Kritikai, be kitų dalykų, tvirtino, jog nustatytasis glaudus ryšys tarp pinigų ir pajamų atspindi ne tik pinigų poveikį pajamoms, bet ir pajamų poveikį pinigams, nes FRS didina pinigų pasiūlą, kad prisiderintų prie pajamų pokyčių. Vadinasi, teigė jie, Anderseno ir Džordano tyrimas yra tendencingas, jame sąmoningai pirmenybė teikiama pinigams. Šiaip ar taip, kai 9 dešimtmečio pradžioje sparčios pinigų apyvartos tendencija išnyko, vadinamoji Sent Luiso lygtis jau nebegalėjo rimtai paremti kiekybinės teorijos. Apskritai paėmus, kiekybinės teorijos šalininkai vienu metu remiasi keliais skirtingais įrodymais, ir bet kuris pavienis įrodymas, matyt, nebūtų labai įtikinamas. Ekonomikos moksle, kitaip negu gamtos moksluose, teorijos neįsigali ir nesugriūna dėl kokio nors vieno, kad ir labai svarbaus, eksperimento.

Antai Miltonas Frydmenas nurodo daug įvairių kiekybinę teoriją remiančių faktų[2]. Vienas iš jų yra tai, jog pagal kiekybinę teoriją galima numatyti kainų lygį ne tik šių dienų, bet ir ankstesnių laikų ekonomikoje, kai pinigai buvo auksas arba sidabras (arba pinigai tiesiogiai jais rėmėsi). Kai kas gali ginčytis ir sakyti (nesvarbu ar teisingai, ar klysdamas), jog dabar centriniai bankai, pajamoms didėjant, didina rezervus, taigi ir pinigų pasiūlą, o tai reiškia, kad priežastinio ryšio kryptis yra greičiau nuo pajamų prie pinigų, negu priešingai. Bet labai sunku įsivaizduoti, net remiantis visa pasauline patirtimi, kaip galėtų toks atvirkščias priežastingumas atsirasti esant aukso arba sidabro standartui, kai padidėjusios pajamos negalėjo padidinti nei aukso ar sidabro gavybos, nei jų įvežimo.

Frydmenas dar primena ir hiperinfliacijos patirtį: tada kainos didėdavo taip sparčiai, jog pinigai faktiškai visai prarasdavo vertę. Kiekybinė teorija kainų kitimą tokiais atvejais paaiškina nuostabiai tiksliai. Be to, Frydmenas sugretina įvairių šalių infliaciją bei pateikia istorinių duomenų apie pi-

[2] *Friedman.* The Quantity Theory of Money. — John Eatwell, Murray Milgate, Peter Newman. The New Palgrave: Money. New York, W. W. Norton, 1989, p. 28–32.

nigų ir BNP kitimą, panašų į parodytąjį 18.1 ir 18.2 diagramose. Ir dar jis teigia, jog istoriniai faktai rodo, kad didelis pinigų kiekio sumažėjimas yra ir būtina, ir pakankama didelio gamybos smukimo priežastis.

KELETAS MONETARISTŲ PASIŪLYMŲ

Paprastai daugiau kalbama apskritai apie monetarizmą, o ne vien apie kiekybinę teoriją. Keinsistų ir monetaristų diskusijoje galima išskirti dvylika svarbiausių klausimų[3]. Diskusijos pagrindas — esminis skirtumas tarp to, kokio ilgio laikotarpius apima vienos ir kitos mokyklos ekonomistų analizė, ir požiūris į tai, kaip sparčiai ekonomika prisitaiko prie pokyčių. Keinsistai daugelį monetaristų vertinimų laiko teisingais ilgo laikotarpio sąlygomis, bet netinkamais trumpesnį laikotarpį, o ekonominei politikai būdingi yra trumpi laikotarpiai. Šeši iš minėtų skirtumų liečia kaip tik ekonominę politiką, ir juos atidėsime iki 26 skyriaus.

Pirmas ir svarbiausias skirtumas yra monetaristų rėmimasis kiekybine teorija. Antras — hipotezė, nusakanti būdą, kuriuo pinigų kiekio pokyčiai veikia pajamas, kitaip tariant, perdavimo proceso hipotezė. Mes jau aptarinėjome Frydmeno pateiktą perdavimo proceso variantą, o B priede šio skyriaus pabaigoje pažvelgsime, kaip perdavimo procesą aiškina kiti du žymūs monetaristai — Karlas Bruneris ir Alanas Melceris (Allan Meltzer).

Trečia, monetaristai yra įsitikinę, jog privatusis ekonomikos sektorius iš prigimties yra stabilus. Jei vyriausybė nedestabilizuotų ūkio savo netobula ekonomine politika, pajamos šiek tiek svyruotų, tačiau nedarbo lygis būtų visai pakenčiamas, o infliacija — visiškai menka. Tuo tarpu visi keinsistai yra įsitikinę, kad privati ekonomika iš prigimties nestabili, ir todėl reikia atitinkamos iždo ir pinigų politikos jai stabilizuoti.

Ketvirta, kaip jau esame rašę, monetaristų tyrimo strategijai būdinga dėmesio sukoncentravimas į pinigų pasiūlą ir paklausą.

Iš čia kyla ir penktasis skirtumas: keinsistai paprastai remiasi didelio masto ekonometriniais modeliais, detaliai apibūdinančiais įvairias ekonomikos šakas, o monetaristai pirmenybę teikia mažesniems suvestiniams modeliams, kurie tiesiogiai sieja pinigų pasiūlą su BNP.

Ir dar vienas dalykas — monetaristai ir keinsistai skirtingai traktuoja kainų lygį; monetaristai laiko kainas esant kur kas lankstesnes (galėjimo kilti ir galėjimo kristi požiūriu), negu mano keinsistai. Tarkime, kad naftos kaina pakilo 20 procentų. Keinsistai aiškina, kad jei nafta tiesiogiai ir netiesiogiai (imant jos kaip žaliavos vartojimą) sudaro, sakykime, 10 procentų BNP, tai 20 procentų naftos kainų padidėjimas bendrą kainų lygį pakels 2 procentais. O monetaristai tikina, kad jei nominalusis pinigų kiekis

[3] Apie vėlesnę diskusiją tuo klausimu žr. *Thomas Mayer et al.* The Structure of Monetarism. New York, W. W. Norton, 1978.

liks nepakitęs, tai didžiąją naftos ir naftos produktų kainų prieaugio dalį kompensuos kitų kainų santykinis (lyginant su tomis, kurios būtų, jei pinigų kiekis didėtų) sumažėjimas. Mat, jei naftos kaina padidėtų ir kainų lygis pakiltų 2 procentais, tai nominalioji pinigų paklausa būtų didesnė už jų pasiūlą, dėl to sumažėtų visuminė paklausa, o dėl šios priežasties kainos vėl nukristų.

Visi tie teiginiai įvairiai tarpusavyje susiję. Antai, visai nesunku matyti, kad naftos kainų pavyzdys patvirtina kiekybinę teoriją; ją patvirtina ir monetaristų išvada, kad nebūtina žiūrėti į paklausą įvairiuose ekonomikos sektoriuose, kai norima apibrėžti visuminę paklausą[4]. Panašiai ir hipotezė, kad pinigų paklausa yra nekintama, gerai dera su požiūriu, jog privatusis sektorius yra stabilus. O jei privačioji ekonomika stabili, tai maža telieka priežasčių, dėl kurių reikėtų rūpintis paklausa atskiruose sektoriuose. Be to, jei kainų lygį traktuosime kaip vieną rodiklį, ir tokiu atveju padidėjusias kainas viename sektoriuje kompensuos kainų kitame sektoriuje sumažėjimas (arba lėtesnis kilimas), kaip kad naftos kainų atveju, tada ekonomika daug mažiau bepriklausys nuo išlaidų sukeliamos infliacijos (tai yra, nuo infliacijos, susidarančios dėl kainų didėjimo tendencijos) ir ta prasme bus stabili. Ir tai dar ne viskas; jei nebūtina rūpintis išteklių pasiskirstymo tarp įvairių sektorių detalėmis, tai kam iš viso reikalingi didieji ekonometriniai modeliai? Taigi tie šeši monetaristų teiginiai sudaro visumą, nors jie ir nėra susiję taip glaudžiai, kad sutinkant su vienu iš jų tuo pačiu reikėtų sutikti ir su visais kitais.

STABILUMO KLAUSIMAS

Dabar atidžiau pasidomėkime vienu iš tų klausimų, kurie skiria monetaristus nuo keinsistų — privačių įmonių ūkinės veiklos stabilumu, tai yra privačiojo ūkio gebėjimu išvengti (be vyriausybės stabilizuojamosios politikos) didelio nedarbo ir atšiaurios infliacijos periodų[5]. Keinsistinis požiūris susiformavo kaip atsakas į nestabilios ekonomikos apraiškas. Beveik du šimtus metų, iki pat Antrojo pasaulinio karo, kapitalistinių šalių pažangą kartas nuo karto pertraukdavo panikos, gamybos nuosmukio, krizių periodai. 4 dešimtmečio Didžioji depresija buvo paskutinis lašas. Nors monetaristai teigė, kad šią ir kitas atšiaurias krizes sukėlė staiga sulėtėjęs pinigų kiekio didėjimas, daugelis žmonių Didžiąją depresiją suvokė ne kaip monetaristų nevykusių veiksmų pasekmę, o kaip prigimtinę kapitalistinės sistemos ydą. Visų brandžių rinkos ūkio šalių vyriausybės ėmėsi atitinkamos aktyvios po-

[4] Užtat būtina žiūrėti ne vien į visuminę paklausą, kai norima nustatyti, kiek keisis kainos, o ne gamybos apimtis.

[5] Apie keinsistų pažiūras žr. *Hyman Minsky*. John Maynard Keynes. New York, Columbia University Press, 1975.

litikos, kad būtų sustabdyti arba prislopinti nepageidautini gamybos ir užimtumo procesai, kurie praeityje buvo padarę tiek daug nuostolių, sukėlę kančių. Keinso pateiktoji pajamų ir išlaidų analizė davė pagrindą kišimosi į ūkio procesus ir jų stabilizavimo politikai. Kita vertus, ja remiantis, galima buvo nagrinėti alternatyvius stabilizuojamosios politikos variantus.

Keinso teorija pabrėžė privačių investicijų nestabilumą ir ryžtingai atmetė mintį, kad privati ekonomika turi prisitaikymo mechanizmų, kurie kompensuoja investicijų svyravimo sukeltus pajamų svyravimus. Keinsistai teigė, kad investicijų nestabilumo priežastis yra investavimo galimybių kaita, kurią lėmė nauji gamybos būdai ir nauji produktai. Jie taip pat manė, kad investicijų svyravimus dar didina spekuliavimas vertybinių popierių rinkoje. Be to, Keinsas ir jo šalininkai pabrėždavo, kad investicijų pokyčiai skatina tolesnius pokyčius. Veikiant multiplikatoriui, didėjančios investicijos spartina vartojimo išlaidas, ir dėl to geriau panaudojami gamybiniai pajėgumai, o tai lemia papildomą investavimą ir tuose sektoriuose, kurių prieš tai nelietė investicijų bumas. Kai pradinė paskata ima silpti, visas procesas pakrypsta priešinga kryptimi.

Tyrinėdami ūkio sistemos nestabilumo priežastis, turime skirti pradines nestabilumo priežastis nuo antrinių sistemos reakcijų į tuos pradinius impulsus. 1973–1974 m. naftos šokas yra klasikinis pradinio šoko arba pradinės nestabilumo priežasties pavyzdys. O tolesnis reagavimas į investicijų pokytį yra paprastas antrinės reakcijos pavyzdys.

Sudėtingesnė yra gamybinių atsargų ciklų problema. Pajamų didėjimas gali sukelti spartesnį investavimą į atsargas, o tai savo ruožtu dar spartina pajamų didėjimą. Kai šį bumą sukėlęs pradinis impulsas išsisemia, štai ne tik tiesiogiai sulėtina pajamų didėjimą, bet ir sukelia investicijų į atsargas mažėjimą ir gali lemti net ir visos gamybos mažėjimą. Šiuo atveju didžiules gamybines atsargas sukaupę gamintojai bando sumažinti jas, taigi investicijos į atsargas pasidaro neigiamos. Suprantama, tai dar labiau pablogina padėtį, nes dar labiau mažina pajamas ir aštrina atsargų problemą. Kadangi investicijos į atsargas sudaro tik nedidelę BNP dalį, paprastai galima tas perteklines atsargas suvartoti. Tačiau šiaip ar taip, atsargų susidarymo mechanizmas gali sukelti gamybos apimties svyravimą — palyginti didesnį nei pradinis impulsas, pakeitęs investicijų ir gamybos didėjimo tempus.

Monetaristai sutinka su keinsistais, jog visi tie veiksniai *iš principo gali sukelti* ekonomikos *svyravimus*. Tačiau jie tvirtina, kad visa ligšiolinė *empirinė patirtis teigia*, jog daugiausia pajamų svyravimų paprastai *sukelia pinigų pasiūlos svyravimai*, o tai yra centrinio banko klaidų pasekmė. Antra, monetaristai, priešingai negu keinsistai, *neteikia tiek daug reikšmės* konkretaus išorinio šoko *makroekonominėms pasekmėms*, kadangi jie daugiausia kreipia dėmesį į pinigų pasiūlą ir paklausą, kurios veikia kaip automatinis stabilizatorius. Tarkime, kad dėl inovacijų labai padidėja investicijos į oro transportą. Dėl to atsiranda nominaliųjų pajamų didėjimo tendencija. Ka-

dangi $P = kYK$, pinigų kiekiui nekintant, o nominaliosioms pajamoms didėjant, koeficientas k turės mažėti. Kol kas atsiriboję nuo kintančios palūkanų normos, paklauskime, kodėl žmonės turėtų imti mažinti savąjį k? Kadangi žmonės pradžioje laiko norimą pinigų kiekį kaip tam tikrą savo nominaliųjų pajamų dalį, tai šioms padidėjus jie stengsis padidinti laikomų pinigų kiekį. Tai jie darys mažindami išlaidas (arba parduodami aktyvus), ir todėl gamybos bei kainų padidėjimą investicines prekes oro tansportui gaminančiose šakose atsvers gamybos arba kainų mažėjimas kitose šakose.

Tiesą sakant, ši prielaida (spėjimas, kad žmonės stengsis išlaikyti savąjį k nekintamą, kai palūkanų norma didėja) yra kraštutinė ir neįtikinama. Tačiau monetaristai tiki, kad pinigų paklausos lankstumas palūkanų atžvilgiu nėra didelis, todėl investicinis bumas tik nedaug tesumažins k. Jei pinigų kiekis nekinta, o k sumažėja nedaug, tai ir pajamos padidėja tik šiek tiek. Monetaristų nuomone, šokai (pavyzdžiui, inovacijos) daro daug didesnį poveikį *santykinei* kurios nors *gamybos apimčiai* ir *santykinėms* kai kurių prekių *kainoms* negu visuminei gamybai ir bendrajam kainų lygiui.

Be to, nors monetaristai sutinka, kad kartais ekonomiką ištinka vienokie ar kitokie šokai, jie nemano, jog tie šokai (nekalbant apie tuos, kuriuos sukelia vyriausybės politika) yra tokie dažni ir dideli, kaip tvirtina keinsistai, nes vartojimas, apskritai paėmus, priklauso nuo ilgo laikotarpio pajamų, o investicijos — nuo trumpalaikių paklausos pokyčių.

Klausimas, ar kapitalistinė ekonomika yra stabili, ar, priešingai, vyriausybė turi įsikišti, kad būtų išvengta nepageidaujamo nedarbo ar infliacijos lygio, yra nepaprastai svarbus. Deja, šį klausimą lengviau pateikti, negu į jį atsakyti. Mūsų akimis žiūrint, nėra įtikinamų empirinių įrodymų, kurie leistų spręsti, kuris atsakymas teisingas. Pailiustruokime kai kurias iš tų problemų, kurios kyla, bandant atsakyti į tą klausimą. Vienas iš galimų būdų rasti atsakymą yra paimti ekonometrinį modelį ir įvesti į jį vietoje faktinės ūkio politikos stabilią pinigų ir iždo politiką, kad pamatytume, ar tada modelis rodytų pajamas svyruojant mažiau, negu jos faktiškai svyruoja. Tačiau atsakymas priklauso nuo to, kurį iš modelių pasirinksime. Be to, monetaristai abejoja, ar tie modeliai yra tiek patikimi, kad jais galima būtų vertinti įvairių ūkio politikos tipų pasekmes[6]. Kitas galimas požiūris — kelti klausimą, ar ekonomika buvo stabilesnė pokario metais, kai buvo vykdoma stabilizuojamoji politika, ar iki 1929 metų, kai jos iš viso nebuvo. Net jei paaiškėtų, jog dabar ji stabilesnė (o dėl šito ekonomikos istorikai vis dar ginčijasi), monetaristai galėtų atsakyti, kad taip yra todėl, kad iki 1929 m. pinigų kiekis kito netvarkingai. Trečias traktavimo būdas būtų klausti, ar tose šalyse, kurių vyriausybės palyginti mažai ko imasi pajamoms stabilizuoti, pajamos faktiškai yra stabilesnės, negu tose šalyse, ku-

[6] Ir dar ne viskas; net jei tie modeliai praeities duomenis atspindi visai gerai, perėjimas prie pinigų kiekio stabilaus didėjimo taisyklės pakeistų būdą, kuriuo žmonės reaguoja į ekonomikos įvykius, ir todėl tų modelių rezultatai, gauti tiriant laikotarpį, kai pinigų kiekis didėjo netolygiu tempu, nėra patikimi.

riose stabilizuojamoji politika aktyvesnė. Tačiau tai jau yra priežastingumo krypties nustatymo problema. Kai kurios šalys gali laikytis aktyvesnės stabilizuojamosios politikos kaip tik todėl, kad jose pajamos labiau svyruoja. Taigi kiekvienas galimas atsakymas į klausimą, ar kapitalistinė ekonomika yra iš prigimties stabili, turi savų problemų.

BANDYMAS DERINTI MONETARISTŲ IR KEINSISTŲ TEORIJAS

Nelengva pamatyti skirtumus tarp monetaristų ir tų, kurie remiasi pajamų ir išlaidų metodu, nes susidaro įspūdis, jog jie savo pažiūras reiškia kiekvienas savo kalba. Norint jų pažiūras sugretinti, reikia tarsi išversti iš vienos kalbos į kitą, o tokiu atveju visada kyla pavojus, kad versdami kai ką prarasime.

Pajamų ir išlaidų koncepcija kiekvieną nacionalinių pajamų išlaidų elementą apibūdina kitais kintamaisiais. Antai, vartojimo išlaidas padeda paaiškinti disponuojamųjų pajamų, turto, o gal ir kai kurios kitos sąvokos. Manoma, kad investicijos priklauso nuo gamybinių pajėgumų naudojimo ir palūkanų normos ir kinta jiems keičiantis. Kainų pokyčiai atspindi darbo užmokesčio ir gamybinių pajėgumų naudojimo pokyčius, bet taip pat yra veikiami ir egzogeninių pokyčių — maisto produktų kainų, mokesčių bei kitų veiksnių kitimo. Visų šių dalykų sąsajos sudaro sudėtingą sistemą, kurios pagrindinius bruožus esame apibūdinę 13–16 skyriuose. Šioje sistemoje kainas, gamybos apimtį ir nedarbą labai veikia pinigų bei iždo politika, bet gali veikti ir kiti kintamieji. Be to, pačios sistemos struktūra irgi gali staiga pasikeisti. Sąryšį tarp nedarbo ir darbo užmokesčio kitimo gali veikti profesinių sąjungų galios pokyčiai, importo konkurencija, vyriausybės politika arba numatomi jos pokyčiai ateityje. Investicijų išlaidoms turi įtakos spekuliavimas spėjimais, kad netrukus pradės sparčiai plėtotis naujos šakos, kad kyla karo grėsmė, kad galima pasitikėti arba nepasitikėti vyriausybės politika.

Pajamų ir išlaidų koncepcija sudaryta iš labai daug fragmentų. Ekonomistai, kurie ja remiasi, nesutaria dėl to, kurie iš daugelio šios sistemos kintamųjų yra svarbesni. Pavyzdžiui, kai kas mano, kad turto pokyčiai turi didžiulę įtaką vartojimo išlaidoms. O kiti į tai žiūri gana skeptiškai. Statistiniai tyrimai nepateikia pakankamai tikslių duomenų ginčui išspręsti. Todėl kurios nors siūlomos politikos rezultatus vieni vertina vienaip, o kiti visiškai skirtingai. Keinsistus tarpusavyje sieja ne jų išvados, o principinės nuostatos dėl ūkio analizės metodų.

Labai panašiai galima būtų pasakyti ir apie monetaristus. Jų išvados irgi nesutampa, tačiau visi jie yra įsitikinę, kad aiškinantis kainų ir gamybos apimties pokyčius, lemiamas dalykas yra pinigų prieaugio tempų kitimas.

Jie linkę pabrėžti, jog pinigai yra tiesiogiai susiję su išlaidomis, kainomis bei gamybos apimtimi; taip teigdami jie išvengia sudėtingų priežastinių grandinių, kurios yra keinsistų modeliuose. Kai kurie iš tų tiesioginių ryšių sieja kainas bei gamybos mastą su esamais bei numatomais pokyčiais aktyvų rinkose, ypač pinigų rinkoje. Monetaristai mano, kad labai svarbus yra aktyvų kiekis, kad jis daug lemia išlaidų srautą; jie pabrėžia ir ryšį tarp turto sankaupų ir vartojimo išlaidų srautų. Be to, kaip jau anksčiau šiame skyriuje minėjome, jie laiko kainas ir atlyginimus esant palyginti lanksčius, t. y. lankstesnius, negu paprastai mano keinsistai. Privačią ekonomiką jie laiko gana stabilia.

Monetaristai linkę orientuotis į ilgesnį laikotarpį negu keinsistai. Dažnai jie tiria spartesnio pinigų kiekio didėjimo pasekmes per daugelį metų. O keinsistai kur kas dažniau domisi trumpo laikotarpio pokyčiais. Dėl šio skirtumo taip pat kyla tam tikras nesusikalbėjimas, nes keičiant politiką, trumpo laikotarpio pasekmės gali gerokai skirtis nuo ilgo laikotarpio pasekmių.

Abstrakčiame teoriniame plane keinsistai ir monetaristai dažnai sutaria, kai kalba apie veiksnius, veikiančius kainas, išlaidas bei gamybos mastą. Jų darbų santraukos neretai skamba labai panašiai. Deja, tariamasis sutarimas kartais sudaro tik tai, ką Robertas Solou (Robert Solow) iš Masačūsetso technologijos instituto pavadino ekonomikos teoriją studijuojančio studento pažanga: pradiniuose kursuose jis sužino, kad kiekvienas ekonominis reiškinys priklauso nuo kurio nors kito ekonominio reiškinio, o kai pereina į magistro pakopą, jis išsiaiškina, kad kiekvienas reiškinys priklauso nuo kurio nors kito reiškinio dviem aspektais.

Praktiniais sumetimais reikia bent kiek suprastinti dalykus. Jei kokios nors sąsajos turi menkas pasekmes, jas galima ignoruoti. Tada pamatytume, jog keinsistai dažnai ignoruoja tokius dalykus, kuriuos monetaristai laiko svarbiais, ir atvirkščiai. Kadangi jie suprastina skirtingus dalykus, atrodo tarsi kalbėtų skirtingomis kalbomis. O skirtumas tarp nuosaikaus keinsisto ir nuosaikaus monetaristo tikrai nėra didelis — ne visada net galima pasakyti, kuris yra keinsistas, o kuris — monetaristas.

SANTRAUKA

1. 4 dešimtmetyje kiekybinės teorijos populiarumas labai sumažėjo, tačiau pokario metais ji vėl buvo atgaivinta, daugiausia Miltono Frydmeno ir jo šalininkų pastangomis. Jų propaguojamas kiekybinės teorijos variantas pinigų paklausą traktuoja kaip kitų kintamųjų — pirmiausia nuolatinių pajamų bei palūkanų normos — funkciją, bet nelaiko jos konstanta.
2. Pinigų paklausos priklausomybė nuo palūkanų normos atitinka kiekybinės teorijos teiginius tuo atveju, jei pinigų kiekio pokyčiai keičia palūkanų normą tik trumpą laiką. Jei laukiama realioji palūkanų norma grįžta į savo ankstesnį lygį, nominaliosios pajamos bei pinigų kiekis yra pasikeitę proporcingai.

3. Čikagos mokyklos koncepcija apibūdina perdavimo mechanizmą kaip pinigų kiekio, o ne palūkanų normos pokyčius; ši koncepcija nebando analizuoti konkrečių kanalų, per kuriuos pinigai veikia pajamas, iš dalies ir dėl to, kad jų yra labai daug.
4. Yra gauta pakankamai daug faktinių duomenų, rodančių glaudžią sąsają tarp nominaliųjų pinigų ir nominaliųjų pajamų arba kainų. Diskusijos tebevyksta dėl to, kokia yra šio priežastinio ryšio kryptis.
5. Monetarizmą galima laikyti kelių susijusių teiginių junginiu. Tokie teiginiai (neminint tų, kurie priskirtini ekonominei politikai) yra: kiekybinė teorija yra pagrįsta; egzistuoja ypatingas perdavimo procesas; privatusis sektorius yra stabilus; dėmesį reikia kreipti į visą visuminę paklausą, o ne į paklausą atskiruose sektoriuose; reikia žiūrėti visų pirma bendrojo kainų lygio; dideli ekonometriniai modeliai vertintini skeptiškai.
6. Keinsistų požiūriu ekonomika yra nestabili, nes ją veikia tiek išorės šokai, tiek vidaus veiksniai, pavyzdžiui, gamybinių atsargų ciklai. Monetaristai abejoja, ar tokie destabilizuojantys veiksniai turi praktinės reikšmės.

PAGRINDINIAI TERMINAI

keinsistai	Keynesians
monetaristai	monetarists
kiekybinė pinigų teorija	quantity theory of money
Čikagos mokykla	Chicago school
perdavimo procesas	transmission process
Seint Luiso lygtis	St. Louis equation
monetaristų teiginiai	monetarist propositions

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Kuo Frydmeno atlikta perdavimo proceso analizė skiriasi nuo Keinso varianto?
2. Įsivaizduokite, jog jūsų paprašė empiriškai išbandyti kiekybinę teoriją. Kaip jūs imtumėtės tai padaryti?
3. Apsvarstykite teiginį: „Tiek kiekybinėje teorijoje, tiek Keinso teorijoje pinigų kiekio padidėjimas reiškia, jog padidėjo nominaliosios pajamos. Vadinasi, iš esmės imant, abi teorijos yra vienodos".
4. Po Pirmojo pasaulinio karo Vokietija patyrė hiperinfliaciją. 1923 m. lapkričio 1 d. didmeninės kainos buvo vieną milijardą kartų didesnės negu 1922 m. birželį. Tačiau pinigų kiekis (išreikštas centrinio banko išleistais banknotais) buvo tik 26 milijonus kartų didesnis už tą kiekį, kuris buvo prieš šešiolika mėnesių. Kaip šitai galima paaiškinti? Ar tai neprieštarauja kiekybinei teorijai?
5. Apibūdinkite monetaristų teiginius.
6. Apsvarstykite teiginį: „Nėra jokių būdų, kuriais galėtume gana patikimai nustatyti, ar privatusis sektorius yra iš prigimties nestabilus".

LITERATŪRA

Gerald Dwyer, R. W. Hafer. Is Money Irrelevant? — Federal Reserve Bank of St. Louis. Review, 70 (1988, gegužė/birželis), p. 3–14. Informatyvus pinigų prieaugio tempų ir pajamų bei infliacijos kitimo įvairiose šalyse sugretinimas.

Milton Friedman. The Quantity Theory of Money. — John Eatwell, Murray Milgate, Peter Newman. The New Palgrave: Money. New York, W. W. Norton, 1989. Žymiausias pasaulyje kiekybinės teorijos atstovas meistriškai aptaria šią teoriją.

—"—. Money. — International Encyclopedia of the Social Sciences. Puiki pinigų teorijos apžvalga, paremta kiekybine teorija.

—"—. The Role of Monetary Policy. — American Economic Review, 58 (1968, kovas), p. 1–17. Gerai pagrįstas įrodinėjimas, jog pinigų kiekio pokyčiai sumažina palūkanų normą tik laikinai.

—"—. Studies in the Quantity Theory of Money. Chicago, University of Chicago Press, 1956. Nuosekliai išdėstytos Frydmeno pažiūros, kartu pridedami ir jo mokinių atlikti empirinių duomenų tyrimai. Ypač vertingas 1 skyrius.

Milton Friedman, Anna Schwartz. Monetary Trends in the United States and the United Kingdom. Chicago, University of Chicago Press, 1982. Nepaprastai įdomus mokslo darbas. (Žr. 1982 m. gruodžio mėnesio „Journal of Economic Literature", kuriame pateikti svarbiausi šio mokslo veikalo apibendrinimus apžvelgiantys straipsniai.)

—"—. Money and Business Cycles. — Review of Economics and Statistics, 45 (1963, vasaris), Supplement, p. 32–64. Reikšminga kiekybinės teorijos empirinių duomenų apžvalga.

Robert J. Gordon (ed.). Friedman's Monetary Theory. Chicago, Aldine Publishing Co., 1974. Kategoriškas Frydmeno pinigų teorijos išdėstymas kartu su įžymių ekonomistų reiškiama jos kritika ir Frydmeno atsakymu į ją.

David Laidler. Money and Money Income: An Essay on the Transmission Mechanism. — Journal of Monetary Economics, 4 (1978, balandis), p. 151–192. Meistriška vienos iš rimčiausių diskusijų apie kiekybinę teoriją apžvalga.

Thomas Mayer et al. The Structure of Monetarism. New York, W. W. Norton, 1978. Monetarizmo šalininkų bei jo priešininkų aptariamų monetarizmo problemų apžvalga bei diskusija.

Basil Moore. Monetary Trends in the United States and United Kingdom. — Financial Review, 18 (1983, rugsėjis), p. 146–166. Gera kritinė apžvalga.

Richard Selden. Monetarism. — Sidney Weintraub (ed.). Modern Economic Thought. Philadelphia, University of Pennsylvania Press, 1976, p. 253–274. Labai vertinga apybraiža.

A PRIEDAS: REALIOJO LIKUČIO REIŠKINYS

Donas Patinkinas (Don Patinkin) iš Hebriu universiteto sukūrė griežtesnį kiekybinės teorijos variantą, vadinamą realiojo likučio metodu. Jame visų pirma stengiamasi pagrįsti du teiginius: pirmasis — esant tam tikroms sąlygoms, pinigų kiekio pokytis sukelia proporcingai tolygų kainų lygio pokytį; antrasis — Keinsas klydo, teigdamas, jog ekonomikoje, kurioje darbo užmokestis ir kainos yra visiškai lanksčios, gali susidaryti pusiausvyra ir tada, kai yra mažesnis negu visiškas užimtumas. Patinkinas neneigia, kad visiško užimtumo atkūrimas, kada, tarkime, ribinis investicijų efektyvumas mažėja, gali reikšti kur kas didesnį, nei tikėtinas, darbo užmokesčio sumažėjimą; bet jam labiausiai rūpi įrodyti, kad iš principo galima pasiekti beveik visišką užimtumą, jei sumažės darbo užmokestis ir kainos.

Savo tyrimą Patinkinas pagrindė realiojo likučio reiškiniu. Imkime aiškų, nors ir nerealistišką įrodymo būdą — tarkime, kad virš gyvenviečių skrenda sraigtasparnis ir mėto banknotus. Laimingieji gyventojai dabar turi daugiau pinigų, negu jie norėtų laikyti, atsižvelgiant į jų pajamas, turtą ir palūkanų normą. Todėl už tuos papildomus pinigus jie pirks vertybinių popierių ir fizinio turto. Ši pagrindinė mintis apie realiojo likučio reiškinį yra akivaizdi, mes ją jau įvairiais aspektais aptarinėjome. Tačiau norėdami iki galo ją išsiaiškinti, paverskime ją modeliu, kuris tinka padarius tam tikras, gana specifines prielaidas.

MODELIO PRIELAIDOS

Drąsiausia prielaida yra tokia: tarkim, kad darbo užmokestis ir kainos yra visiškai lankstūs; tokie lankstūs, kad darbo užmokestis mažėja visą laiką, kol darbo pasiūla viršija darbo paklausą. Patinkinas nesako, kad būtent taip faktiškai ir atsitinka su darbo užmokesčiu — jis tik bando parodyti, kas atsitiktų, jei padarytume tokią prielaidą.

Antroji prielaida yra tokia: žmonės nepatiria nuostolių dėl *pinigų iliuzijos*. Šitai reikia paaiškinti. Tarkime, kad kainos padidėjo dvigubai, bet jūsų pajamos ir turtas taip pat padvigubėjo, todėl jūsų gerovė nė kiek nepasikeitė. Ar jūs taip pat padvigubinsite ir nominalųjį savo išlaidų dydį, kad nepakistų jūsų realiosios išlaidos? Jei jūs gerai suvokiate, kas atsitiko, ir elgiatės racionaliai, jūs taip ir darysite. Jūsų noras vartoti priklauso nuo jūsų realiųjų pajamų, realiojo turto ir realiosios palūkanų normos, o visi šie kintamieji nepakito. Tačiau, galimas dalykas, jūs jausitės ne visiškai tikras, kad jūsų realiosios pajamos ir turtas nepakito; pavyzdžiui, jūs galite per mažai įvertinti kainų padidėjimą ir todėl manyti, kad jūsų pajamos ir turtas dabar padidėjo. Tokiu atveju sakoma, kad jus veikia pinigų iliuzija.

Kainoms didėjant arba mažėjant, įvyksta šioks toks pajamų perskirstymas, ir jeigu tie, kurie iš to laimi, bei tie, kurie pralaimi, turi skirtingą ribinį polinkį vartoti arba investuoti, tai paveiks visuminę paklausą. Kad suprastintų tyrimą, Patinkinas daro prielaidą, kad toks perskirstymas nedaro jokio poveikio visuminei paklausai. Be to, jis įveda sąlygą: kainoms pakitus, žmonės perka nei mažiau, nei daugiau, nes nenumato jokių kainų pokyčių. Kad būtų aiškiau, jis daro prielaidą, kad valstybės biudžetas yra subalansuotas. Be visų šių prielaidų, jis dar laikinai

daro prielaidą, kad nėra nupirktų vyriausybės obligacijų ir kad visi esamieji pinigai yra jau pas žmones ir firmose atsidūrę pinigai, daugiausia — banknotai. Vėliau, kalbėdami ir apie vyriausybės obligacijas, padarysime dar vieną prielaidą, kad mokesčių mokėtojai yra abejingi realiam vyriausybės įsiskolinimo dydžiui ir dėl to nesijaučia ne tokie turtingi, nemano privalą mažinti vartojimą, kai tas vyriausybės įsiskolinimas didėja.

PATS MODELIS

Daugybė ekonomikoje veikiančių rinkų padalijamos į tris. Viena jų yra prekių rinka, kurioje asmenų realiosios išlaidos vartojimo prekėms bei firmų išlaidos gamybinėms prekėms priklauso nuo realiųjų pajamų, palūkanų normos bei realiojo turto.

Antroji yra darbo jėgos rinka, kurioje tiek darbo jėgos pasiūla, tiek jos paklausa priklauso nuo realiojo darbo užmokesčio; kuo šis didesnis, tuo didesnė yra norinčių dirbti žmonių teikiama darbo jėgos pasiūla, ir tuo mažesnė darbo jėgos paklausa.

Trečioji yra pinigų rinka, kurioje realioji palūkanų norma priklauso nuo nominaliųjų pajamų bei nuo nominaliojo pinigų kiekio. Kuo didesnės nominaliosios pajamos, tuo didesnė pinigų paklausa ir dėl to tuo didesnė palūkanų norma. Ir, atvirkščiai, kuo didesnė pinigų pasiūla, tuo palūkanų norma mažesnė.

Kita modelio savybė yra ta, kad jame realiosios išlaidos (tai yra, vartojimas plius investicijos) yra realiųjų pajamų ir realiojo turto funkcija. Tai ne tiek prielaida, kiek išvada, tiesiogiai išplaukianti iš mikroekonomikos teorijos. Realųjį turtą sudaro trijų rūšių aktyvai: fizinis kapitalas arba nuosavybės teisės į jį (pavyzdžiui, akcijos), visuomenės turimi valstybės skolos liudijimai (grynieji pinigai, vyriausybės obligacijos bei indėlių įstaigų rezervai, laikomi centriniame banke) ir vieno subjekto turimi kito subjekto skolų įsipareigojimai, pavyzdžiui, korporacijų obligacijos arba hipotekos dokumentai. Visos visuomenės mastu šie pastarieji aktyvai išnyksta, nes kiekvieno asmens turimos skolų pretenzijos kartu yra kitų asmenų skolų įsipareigojimai. Pirmiausia aptarsime modelį, kuriame nėra vyriausybės obligacijų ir FRS bankuose laikomų rezervų, todėl visuomenei kaip visumai grynasis turtas egzistuoja vien kapitalo ir grynųjų pinigų pavidalu (pinigai bus tik grynieji pinigai).

VEIKIANTIS MODELIS

Dabar išbandykime šį modelį, nagrinėdami penkis atvejus: darbo jėgos pagausėjimą, nominaliojo pinigų kiekio padidėjimą, pinigų paklausos išaugimą, vidutinio polinkio vartoti padidėjimą ir išorės veiksnių sukeltą kainų padidėjimą. Kad būtų paprasčiau, kai kuriuos tuo pačiu metu vykstančius procesus apibūdinsime tarsi jie eitų vienas po kito.

Darbo jėgos pagausėjimas. Kai daugiau žmonių ima ieškoti darbo, atlyginimai mažėja. Kadangi padarėme prielaidą, jog atlyginimai ir kainos yra visiškai lankstūs, tai atlyginimai mažės tol, kol visi norintys dirbti gaus darbą. Tačiau kai darbo

užmokestis ir dėl to visuminė paklausa mažėja, argi nesumažės ir kainos, ir ar tada realusis darbo užmokestis nepasidarys toks pat, o firmos negaus paskatų samdyti papildomų darbuotojų? Norėdami išsiaiškinti, kodėl šitaip neatsitiks, pirmiausia tarkime, kad taip atsitiks, ir tada pamatysime, kodėl tokiu atveju pusiausvyros nebus. Sakykime, kad darbo užmokestis ir kainos sumažėja vienodai — 10 procentų. Tokiu atveju realiosios pajamos liks nepakitusios. Tačiau realusis turtas padidės. Jei nominalia išraiška pinigų kiekis nepakito, tai realusis pinigų kiekis 10 procentų padidėjo, taigi visame ūkyje padidėjo ir turtas, ir likvidumas. Padidėjęs likvidumas sumažina palūkanų normą, o tai paskatina didinti išlaidas. Turto padidėjimas taip pat didina vartojimo išlaidas. Šitas išlaidų padidėjimas savo ruožtu pakelia kainas. Vadinasi, klostantis pusiausvyrai, kainos sumažės mažiau, negu darbo užmokestis. Iš čia kylantis realiojo darbo užmokesčio sumažėjimas ir leis papildomam darbuotojų skaičiui susirasti darbą.

Nominaliojo pinigų kiekio padidėjimas. Tarkime, kad to labdaringojo straigtasparnio dėka pinigų kiekis padidėjo 10 procentų. Tada žmonės stengiasi atsikratyti per didelio turimų pinigų kiekio ir padidina išlaidas. Kadangi jų realieji pinigų likučiai yra didesni negu anksčiau, jų išlaidos taip pat bus didesnės nei buvo ligi tol. Tik po to, kai kainos pakils 10 procentų, realieji pinigų likučiai grįš į pusiausvyrą.

O kas atsitiks su realiąja palūkanų norma? Ją lemiantys veiksniai — tai santaupos, pajamos iš kapitalo (vadinasi, kapitalo paklausa) ir bet kuris skirtumas tarp realaus pinigų kiekio, kuriam yra paklausa, ir jų pasiūlos. Patinkino modelyje pinigų pasiūlos padidėjimas nekeičia taupymo mastų arba pajamų iš kapitalo. Kainų lygis modelyje, kaip ką tik aptarėme, pasikeičia taip, kad skirtumas tarp realaus pinigų kiekio, kuriam yra paklausa, ir jų pasiūlos išnyktų. Vadinasi, visi palūkanų normos veiksniai lieka nepakitę, todėl ir realioji palūkanų norma lieka kokia buvusi prieš pinigų kiekiui padidėjant.

Padidėjusi pinigų paklausa. Tarkime, kad žmonės nori laikyti 10 procentų daugiau realiųjų pinigų. Tuo tikslu jie turi atitinkamu mastu sumažinti prekių ir obligacijų paklausą. Jiems sumažinus prekių paklausą, padidėja nedarbas, dėl to sumažėja darbo užmokestis ir kainos. Jei kainos sumažėja 10 procentų, tai realusis prieinamų pinigų kiekis padidės 10 procentų ir atitiks 10 procentų padidėjusią realiųjų pinigų paklausą. Ekonomika grįš į visiško užimtumo pusiausvyrą, o darbo užmokestis ir kainos toliau nebemažės. Be to, kaip ir ankstesniuoju pinigų pasiūlos padidėjimo atveju, palūkanų norma taip pat turės grįžti į ankstesnį lygį.

Vidutinio polinkio vartoti padidėjimas. Vartojimo padidėjimas pradžioje pakelia kainų lygį. Tačiau dėl to sumažėja realusis pinigų kiekis ir kartu su mažėjančia turto verte bei kylančia palūkanų norma susidaro spaudimas, verčiantis mažinti kainas. Tačiau kainos nesumažėja iki buvusio lygio. Padidėjus polinkiui vartoti dabar, aišku, mažiau taupoma. Todėl palūkanų norma padidėja, o jai padidėjus žmonės stengiasi laikyti mažiau realiųjų pinigų. Tačiau nominalioji pinigų masė nepakinta, todėl norint, kad ji dabar atitiktų sumažėjusį norimą turėti realiųjų pinigų kiekį, kainos turi padidėti. Taigi polinkio vartoti padidėjimas didina kainas.

Išorinių veiksnių sukeltas kainų padidėjimas. Sakykime, kad dėl kai kurių priežasčių gamintojai nepagrįstai mano, jog pusiausvyrą sudarantis kainų lygis pakilo, ir todėl pakelia gaminių kainas. Dėl to sumažėja realusis turtas bei realusis pi-

nigų kiekis, o tada padidėja palūkanų norma. Tiek palūkanų normos padidėjimas, tiek turto sumažėjimas mažina išlaidas. Išlaidoms mažėjant, kainos verčiamos taip pat mažėti. Pusiausvyra bus pasiekta tik grįžus prie ankstesnio kainų lygio ir ankstesnės palūkanų normos.

Baigiamoji pastaba. Dviem (pinigų kiekio padidėjimo bei pinigų paklausos padidėjimo) atvejais realiajai ekonomikai nebuvo padaryta jokio poveikio. Šiame modelyje vien tik pinigų pokyčiai, tokie kaip šiedu, nesukelia jokių realių pasekmių; pinigai čia tėra skraistė. Tačiau dviem kitais atvejais (darbo jėgos pagausėjimo ir polinkio vartoti padidėjimo) pasikeičia ir palūkanų norma. Tai jau realių veiksnių (darbo jėgos pasiūlos ir santaupų pasiūlos) pokyčių atvejai, todėl čia reikia tikėtis pakintant ne tik kainų lygį, bet ir santykį tarp darbo jėgos kainų ir kapitalo kainų. Ir paskutiniuoju, penktuoju, atveju, kai autonomiškai pakyla kainų lygis, nepakinta nei palūkanų norma, nei pusiausvyrą sudarantis kainų lygis, kadangi viskas, kas čia įvyko, tėra kainų pakėlimas per klaidą.

IŠORĖS PINIGAI, VIDAUS PINIGAI IR VYRIAUSYBĖS OBLIGACIJOS

Atėjo metas atsisakyti dviejų prielaidų — vyriausybės obligacijų nebuvimo ir sąlygos, jog pinigai egzistuoja vien grynųjų pinigų pavidalu. (Grynieji pinigai yra *išorės pinigai,* privačioje ekonomikoje jie nėra kurio nors subjekto skola. O indėliai yra bankų skola, todėl jie yra *vidaus pinigai.*) Jei vyriausybės obligacijos turi pažymėtą nominalą — o paprastai taip ir būna, — tada pinigų kiekio padidėjimas 10 procentų turi padidinti kainas mažiau negu 10 procentų. Tarkime, kainos padidėjo 10 procentų. Tada realioji vyriausybės obligacijų vertė nukris 10 procentų, ir visuomenės turtas sumažės. Dėl to visuomenė sumažins vartojimą. Tai savo ruožtu privers sumažėti kainas. Vadinasi, naujoji pusiausvyra galės būti pasiekta, kai kainos padidės kiek mažiau negu tokiu dydžiu, kokiu padidėjo pinigų kiekis.

O dabar tarkime, kad yra ir vidaus pinigai, tai yra pinigai, reiškiantys kieno nors skolų pretenzijas privačiame sektoriuje, pavyzdžiui, indėliai, kurie yra skolų pretenzijos bankams. Tarkime, kad tokių vidaus pinigų padidėjo 10 procentų, o grynųjų pinigų bei vyriausybės obligacijų kiekis nepasikeitė. Jei kainos taip pat padidėtų 10 procentų, žmonių turtas sumažėtų, nes jų turimų grynųjų pinigų bei vyriausybės obligacijų realioji vertė kristų 10 procentų, ir dėl to jie būtų priversti sumažinti savo vartojimą. Vadinasi, kada vidaus pinigų kiekis padidėja 10 procentų, kainos turi sumažėti mažiau negu 10 procentų. (Kainos bent kiek padidės, kadangi, padidėjus pinigų kiekiui, palūkanų norma sumažės, ir žmonės ims laikyti daugiau pinigų.)

Išvada yra tokia: jei ekonomikoje egzistuoja vyriausybės obligacijos arba vidaus pinigai, tai pinigai ir kainos paprastai nesikeičia proporcingai, kaip teigia Čikagos mokyklos kiekybinės teorijos variantas. Tačiau pastarąjį teiginį turime pakomentuoti. Kai kurie ekonomistai yra įsitikinę, jog ir nuosavasis turtas yra vidaus pinigai, o dar kiti mano, kad mokesčių mokėtojai tikrai traktuoja valstybės skolos realiosios vertės padidėjimą kaip savo turto atitinkamą sumažėjimą. Jei jie visi teisūs, tai ką tik pateiktą dėstymą tektų modifikuoti.

B PRIEDAS: BRUNERIO IR MELCERIO MODELIS

Aptardami Frydmeno monetarinę teoriją, minėjome, kad jis dažnai kritikuojamas (pagrįstai ar ne) už tai, kad nepakankamai aiškina, kaip pinigai veikia pajamas, bei už tai, kad remiasi „vien tik koreliacijomis". Tokia pat kritika buvo pareikšta Anderseno ir Džordano darbo atžvilgiu. Tačiau tokia kritika netiktų kitų dviejų žymių monetaristų — Karlo Brunerio ir Alano Melcerio veikalui. Jie atliko plačią ir labai sudėtingą perdavimo proceso analizę. Standartinį keinsistinį IS ir LP tipo perdavimo mechanizmą Bruneris ir Melceris atmeta kaip pernelyg suprastintą.

Bruneris ir Melceris sukūrė kitokį perdavimo mechanizmą — jame pabrėžiami aktyvų sankaupos bei aktyvų santykinių kainų pokyčiai. Jų modelyje, pagrįstame kiek anksčiau pasirodžiusiu Karlo Kristo (Carl Christ) iš Džonso Hopkinso universiteto darbu, daroma prielaida, kad padidėja vyriausybės išlaidos. Tada, kaip ir standartiniame keinsistiniame modelyje, tiesiogiai veikia plėtros reiškinys ir multiplikatoriaus reiškinys. Tačiau greta to, nurodo Bruneris ir Melceris, yra ir pinigų kiekio reiškinys. Vyriausybė turi finansuoti deficitą; padidėjusias išlaidas ji privalo apmokėti, išleisdama obligacijų arba pinigų[7].

Pirmiausia apsvarstykime tą atvejį, kai vyriausybė emituoja pinigus. Mikroekonomikos teorija aiškina, kad jei kokio nors dalyko pasiūla padidėja, tai jo *santykinė kaina* turi sumažėti, kad rinkoje būtų pusiausvyra. Tačiau pinigų pasiūlos padidėjimas negali sumažinti pinigų kainos dolerine išraiška; vienas doleris visada bus priimamas kaip vienas doleris. Užtat padidėjusi pinigų pasiūla gali sumažinti pinigų santykinę kainą, padidindama visų kitų dalykų — vartojimo ir gamybinės paskirties prekių bei obligacijų — kainas. Pakilus tiek vartojimo, tiek gamybinės paskirties prekių kainoms, darosi pelninga didinti jų gamybą, todėl gamybos apimtis išauga. Obligacijų kainų padidėjimas irgi lemia tai, kad firmoms apsimoka jas leisti, o už pajamas, gautas pardavus obligacijas, firmos perka gamybinės paskirties prekes. (Arba, apibūdinant visa tai keinsistine terminologija, palūkanų normos sumažėjimas paskatina išlaidas.) Pradžioje dėl visų šių procesų padidėja ir gamyba, ir kainos. Tačiau gamyba didėja tol, kol apsimoka gaminti daugiau, esant gaminių kainoms aukštoms palyginti su darbo jėgos kainomis bei kitomis gamybos išlaidomis. Kai darbo užmokestis ir kitos išlaidos padidėja tiek pat, kiek padidėja produkcijos kainos, tolesnis gamybos plėtimas darosi nebepelningas, ir todėl gamyba sumažėja iki buvusio pusiausvyros lygio. Vadinasi, pinigų kiekio didėjimas padidina realiąsias pajamas tik laikinai, tuo tarpu kainos, taigi ir nominaliosios pajamos, didėja nuolat.

Dabar panagrinėkime priešingą atvejį, kada vyriausybė savo padidėjusias išlaidas finansuoja viešu obligacijų pardavimu, bet ne pinigų kiekio didinimu. Padidėjusi obligacijų pasiūla sumažina jų kainą palyginti su kitais aktyvais. Esminė problema čia yra tai, kaip šis kainos sumažėjimas paveiks kapitalo paklausą, taigi ir investicijas. Jei tarsime, kaip kad daroma IS ir LP modelyje, jog obligacijos ir kapitalas yra to paties tipo ir todėl yra geri vienas kito pakaitalai, tai žmonėms įgijus daugiau obligacijų, kapitalo paklausa sumažės. Dėl to akcijų kainos bei ilga-

[7] Faktiškai Iždas neapmoka savo išlaidų (išskyrus nežymius kiekius) pinigų emisija. Šiuo atveju Iždas išleidžia obligacijas ir tuo pat metu FRS, siekdama išlaikyti palūkanų normą nekintamą, perka vertybinius popierius atvirojoje rinkoje. Bet kaip tik dėl tų pirkimų bankų rezervai, taigi ir pinigų kiekis, padidėja.

laikio vartojimo prekių (pvz., gyvenamųjų namų) kainos sumažės, ir firmoms teks mažinti investicijas. Tačiau Bruneris ir Melceris (taip pat ir kai kurie keinsistai, pavyzdžiui, Jeilio universiteto profesorius Džeimsas Tobinas — James Tobin) samprotauja kitaip. Jų manymu, vyriausybės obligacijos ir ilgalaikio vartojimo prekės greičiau papildo viena kitą, o ne yra viena kitos pakaitalai. Tada vyriausybės obligacijų pasiūlos didėjimas didina kapitalo paklausą, nes žmonės bando parduoti savo atliekamas obligacijas, kad galėtų nusipirkti korporacijų akcijų ir fizinio kapitalo. Pasekmė bus ta, kad akcijų kursas pakils, ir dėl to korporacijos bus skatinamos išleisti daugiau akcijų, statyti daugiau gamyklų ir pirkti įrengimų. Taigi investicijos ir pajamos padidės. Šitaip Brunerio ir Melcerio modelyje ne vien pinigų politika, bet ir vyriausybės deficitas (iždo politika) bei jo finansavimo būdas gali, bent jau iš principo, padaryti didžiulį poveikį, jei vyriausybė išleistų daugiau obligacijų.

Brunerio ir Melcerio modelis atsižvelgia į pusiausvyros nebuvimą valstybiniame sektoriuje, ir todėl iždo politika yra svarbi šiame modelyje. Daugelis makroekonomikos modelių tiria prekių bei darbo jėgos rinkas, pinigų arba obligacijų rinkas ir teigia, kad ekonomika yra pusiausvira, jei visoms toms rinkoms būdinga pusiausvyra. Bet tarkime, kad vyriausybė neišvengė deficito. Ar galima ir toliau teigti, kad ekonomikoje išlieka pusiausvyra? Bruneris ir Melceris atsako — ne, kadangi vyriausybė turi finansuoti deficitą: ji išleidžia obligacijų arba pinigų, ir dėl to žmonių turimos obligacijų arba pinigų atsargos vis didėja (kol išnyksta deficitas). Šitaip didėjant žmonių turtui, didėja ir jų išlaidos. Kol yra vyriausybės deficitas, tol IS ir LP kreivės slenka aukštyn ir, vadinasi, ekonomika nėra pusiausvira. Tas pat pasakytina ir tuo atveju, kai yra biudžeto perviršis (tik šiuo atveju turtas ir išlaidos mažės). Kad susidarytų pusiausvyra, reikia subalansuoto biudžeto.

Kodėl tokiu atveju tiek daug ekonometrinių modelių ignoruoja tą faktą, kad sudaryti pusiausvyrai reikia subalansuoto biudžeto?[8] Priežastis yra ta, kad jie ne taip išsamiai apibrėžia pusiausvyrą. Žmonių laikomų obligacijų ir pinigų padidėjimą dėl biudžeto deficito kuriuo nors vienu momentu jie traktuoja kaip išorinį veiksnį, kuris vėliau suardo pusiausvyrą, ir todėl jie tiria tų atsargų padidėjimo pasekmes atskirai. Bruneris ir Melceris, priešingai, į visą procesą žiūri kaip į vientisą reiškinį.

Ekonomistams labai pravartu tirti pusiausvyrą, nes čia paprastai nustatoma, kokios jėgos kreipia ekonomiką į pusiausvyrą. Kai nėra naujų šokų, galima numatyti, kokie bus ūkio rodikliai. Ar įmanoma tai padaryti ir pagal Brunerio bei Melcerio modelį? Kokie mechanizmai, jei iš viso jų esama, veda į tokią daugiau apimančią pusiausvyrą, kuriai esant ir vyriausybės biudžetas yra subalansuotas?

Tarkime, kad vyriausybė padidina savo išlaidas ir sukuria deficitą. Tai sukelia keletą pasekmių. Dėl jo padidėja visuminė paklausa — tiek tiesiogiai, tiek ir, padidėjus vartojimui, dėl multiplikatoriaus poveikio. Šitaip padidėjus pajamoms, padidėja ir iš mokesčių gaunamos įplaukos. Tačiau jų prieaugis nėra pakankamas biudžetui subalansuoti. Betgi yra ir kitų pasekmių. Viena iš jų ta, kad dėl deficito padidėjus žmonių laikomų obligacijų ir pinigų kiekiui, o dėl to — ir jų turtui, padidėja ir vartojimui skiriama pajamų dalis. Antra, padidėja ir investicijos, nes dėl

[8] Ne visi modeliai ignoruoja deficito pasekmes. Kai kurie ekonomistai keinsistai yra sukūrę modelių, kuriuose atsižvelgiama į tas pasekmes labai panašiai, kaip tai daroma Brunerio ir Melcerio modelyje.

padidėjusio pinigų kiekio sumažėja palūkanų norma. Tiek vartojimo, tiek investicijų padidėjimas padidina nominaliąsias pajamas, o dėl to padidėja ir mokesčių įplaukos. Be to, kylančios kainos sumažina realiąją vyriausybės už įsiskolinimą mokamų palūkanų vertę. Dėl visų šių priežasčių visuminės paklausos padidėjimas sumažina deficitą. Kadangi visuminė paklausa nenustoja didėjusi tol, kol yra deficitas, tai galiausiai deficito nebelieka. Tada ekonomika ir pasiekia pusiausvyrą. Analogiška analizė tinka ir tada, kai vyriausybė sumažina savo išlaidas arba padidina mokesčius tiek, kad gauna biudžeto perviršį — nupasakotu būdu šis bus pašalintas.

Šiame modelyje, kur pusiausvyrai susidaryti būtinai reikia, kad vyriausybės biudžetas būtų subalansuotas, svarbūs yra mokesčių politikos veiksniai, pavyzdžiui, progresiniai mokesčiai. Kuo labiau progresinė yra mokesčių sistema, tuo mažiau tereikia padidėti pajamoms, kad susidarytų tokios biudžeto įplaukos, kurių reikia pašalinti esamą deficitą. Toks didelis iždo politikos vaidmuo kai kuriems ekonomistams sukėlė abejonių, ar tikrai Brunerio ir Melcerio modelis yra monetaristinis, o ne keinsistinis. Jei žiūrėtume pačių principų, tas modelis galėtų netgi sudaryti prielaidą senamadiškai ir grynai keinsistinei išvadai, kad iždo politika daro didžiulį poveikį pajamoms, o pinigų politika šiuo požiūriu yra beveik bejėgė. Tačiau Bruneris ir Melceris tiki, jog yra kaip ir turi būti: teorija teikia įvairių galimybių, ir empiriniai bandymai rodo, kuri iš tų galimybių atitinka tikrovę. Abu autoriai daug kartų praktiškai patikrino savo teoriją ir padarė išvadą, kad svarbiausias veiksnys, nuo kurio priklauso nominaliosios pajamos, yra ne iždo politika, o nominaliojo pinigų kiekio pokyčiai. Parodę, kad FRS, jei tik nori, gali kontroliuoti nominalųjį pinigų kiekį, jie padarė išvadą, jog FRS yra daug atsakinga už infliaciją bei realiųjų pajamų svyravimus.

19
SKYRIUS

Kitos kryptys: naujoji klasikinė, realiųjų ekonomikos ciklų ir postkeinsistinė

Monetaristai yra gausiausi, bet anaiptol ne vieninteliai standartinės pajamų ir išlaidų teorijos kritikai. Neturime galimybių apžvelgti visų kritinių koncepcijų argumentus, tačiau dvi iš jų vertos mūsų dėmesio. Tai naujoji klasikinė kryptis bei jos variantas, vadinamoji realiųjų ekonomikos ciklų teorija, ir postkeinsistinė teorija; abi jas šiame skyriuje paeiliui ir išnagrinėsime.

NAUJOJI KLASIKINĖ TEORIJA

Grupė ekonomistų, kuriems vadovauja Robertas Baras (Robert Barro; Harvardo universitetas), Robertas Lukas (Robert Lucas; Čikagos universitetas), Tomas Sardžentas (Thomas Sargent; Huverio institutas ir Stanfordo universitetas) ir Nylis Volisas (Neil Wallace; Minesotos universitetas) labai užsipuolė vyraujančią makroekonomikos teoriją. Jie daugiausia kritikuoja jos metodologinius dalykus. Tiek standartinė pajamų ir išlaidų teorija, tiek monetarizmas daugiausia gvildena realiuosius ekonomikos dalykus. Tų teorijų šalininkai kreipia dėmesį visų pirma į BNP pokyčius, į tai, kaip juos numatyti ir paaiškinti. Jie stengiasi tai daryti neprieštaraudami ekonomikos teorijai, bet kita vertus, nesiima kiekvieną makroekonomikos teiginį tiesiog pagrįsti griežtais mikroekonomikos dėsniais. Tuo tarpu naujosios klasikinės krypties teoretikai, priešingai, kur kas rimčiau laikosi prielaidos, kad visos mikroekonomikos pamatas yra racionali elgsena, ir šia prielaida grindžia makroekonomikos teoriją.

Racionalusis numatymas ir rinkos susibalansavimas

Pažvelkime, pavyzdžiui, kaip naujosios klasikinės krypties ekonomistai traktuoja numatymą ir kainų lankstumą. Viena iš sunkiausių — ir svarbiau-

sių — ekonomikos teorijos problemų yra atsižvelgti į tai, ko žmonės tikisi. Ji svarbi todėl, kad gyventojai ir firmos daro sprendimus, remdamiesi ne tuo, *kas iš tikrųjų atsitiks*, bet tuo, ką jie *mano atsitiksiant*. Ar firma investuos ar ne, priklauso ne nuo to, ar ta investicija *bus pelninga*, o nuo to, ar *firma mano* ją *būsiant pelningą*. Todėl norint numatyti, kokio dydžio bus investicijos, reikia žinoti, kuo firmos grindžia savo numatymą. Tačiau nėra patikimo būdo tai tiksliai nustatyti, todėl turime daugiau ar mažiau pasikliauti subjektyviu spėtinu įvertinimu[1]. Keinsistai ir monetaristai daugelį metų įvertindavo spėtinai — darė prielaidą, jog žmonės savo numatymą grindžia ankstesne patirtimi, galimas daiktas, remiasi mokymosi iš klaidų modeliu, aprašytu 14 skyriuje. Tačiau iš to galima padaryti išvadą, kad žmonės elgiasi neracionaliai, kad jie, kaip aprašyta 14 skyriuje, ignoruoja daug prieinamos informacijos. Nepaisant to, tiek keinsistai, tiek monetaristai naudojosi tuo paprastu, labai parankiu mokymosi iš klaidų modeliu, nes pagal jį galima buvo gana tiksliai prognozuoti.

Naujosios klasikinės krypties ekonomistai aiškina, jog prielaida, kad žmonės numato būsimus įvykius (kuria savo ekspektacijas) paprasčiausiai ekstrapoliuodami praeities patirtį, leidžia manyti, kad jie nemaksimizuoja gaunamos naudos, arba pelno. O juk didžiausios naudos siekimas yra ekonomikos teorijos šerdis! Todėl naujosios klasikinės teorijos šalininkai mokymosi iš klaidų modelį pakeitė racionaliojo numatymo modeliu, kurį mes esame minėję 14 skyriuje. Naujosios klasikinės teorijos ekonomistai tvirtina, jog dažniausiai žmonės nesielgia taip, tarsi jie galvotų tik apie tai, kas visai neseniai yra atsitikę, o naudojasi visa prieinama informacija. Toks numatymo traktavimas ne tik atitinka ekonomikos teorijos principus, bet daugeliu atvejų turėtų sudaryti kur kas tikslesnių prognozių galimybę. Daugeliui ekonomistų (tiek keinsistų, tiek monetaristų) jau dabar toks samprotavimas atrodo įtikinamas. Nepaisant to fakto, kad racionaliojo numatymo koncepciją įgyvendinančių ekonomikos modelių kūrimas labai sudėtingas, dabar jis jau pasidarė rekomenduojamu ekonomikos teorijos metodu[2].

Naujoji klasikinė ekonomikos teorija — tai ne tik rėmimasis racionaliuoju numatymu. Jei pakaktų tik šito, dauguma ekonomistų jau būtų tos teorijos šalininkai. Ši teorija dar remiasi prielaida, kad kainos yra labai lanksčios. Kainų lankstumas nereiškia, kad jos nepaliaujamai kinta; jei pasiūlos ir paklausos balansas nesikeičia, nesikeičia ir kainos. Tačiau tai reiškia, kad kainos mikliai prisitaiko prie pasiūlos bei paklausos pokyčių, ir

---

[1] O kodėl nepaklausus firmų ir gyventojų, kuo jie grindžia savo numatymą? Labai sunku, ir net vargu ar įmanoma suformuluoti klausimus taip, kad būtų gauti prasmingi atsakymai apie numatymo motyvus.

[2] Racionaliojo numatymo modelius kurti nepaprastai sunku todėl, kad juose yra ir išeities sąlygas veikiančių procesų. Elgdamiesi racionaliai, žmonės, imant vidutiniškai, gerai numato, kas ateityje atsitiks — tai yra, kokią ateitį rodo modelis. Tačiau tai, ką atsitiksiant teigia modelis, priklauso nuo to, ką žmonės numato atsitiksiant. Todėl tokiuose modeliuose kartais neįmanoma išvengti daugiavariančių sprendimų.

rinkoje netrunka susidaryti nauja pusiausvyra: susiklosčius rinkos kainoms, pirkėjai gali pirkti tiek, kiek jie nori pirkti, o pardavėjai, tarp kitų *ir darbo jėgos pardavėjai*, gali parduoti tiek, kiek jie nori parduoti. Naujosios klasikinės krypties ekonomistai pripažįsta veikiant būtent tokią rinką balansuojančią elgseną, kadangi jie mano, jog tik tokia elgsena yra racionali. O jeigu kainos nėra lanksčios ir išlieka per didelės, tai tie, kurie nori parduoti, bet neranda, esant didesnėms kainoms, pirkėjų, tik laimėtų, jei truputį sumažintų savo kainas, todėl jie taip ir padarys[3].

Tuo tarpu keinsistai ir monetaristai, priešingai, daro prielaidą, jog kai kurios kainos, ypač darbo užmokestis, yra sustabarėjusios, nelanksčios, t. y. nekinta tiek, kad galėtų subalansuoti rinką. Kodėl taip yra? Pats Keinsas įrodinėjo, kad darbininkams būdinga *pinigų iliuzija*, kad jie teikia savo *nominaliajam darbo užmokesčiui* nepagrįstai didelę reikšmę. Dėl tos priežasties bedarbiai darbininkai nesutinka dirbti už mažesnį darbo užmokestį netgi tada, kai, krintant kainoms, jų realusis darbo užmokestis liktų nepasikeitęs. Keinsas aiškino, kad darbininkams rūpi, koks yra jų atlyginimo santykis su kitų darbininkų atlyginimu. Kaip tik todėl jie labai nenori susitaikyti su nominaliojo darbo užmokesčio sumažėjimu netgi kainoms mažėjant, nes nėra tikri, ar kiti darbininkai sutiks, kad sumažėtų nominalusis atlyginimas.

Pagrįstai ar nepagrįstai, tačiau šitoks sociologinis argumentavimas ekonomikos teorijoje dabar nebepopuliarus. Dauguma keinsistų darbo užmokesčio sustabarėjimą aiškina kitaip. Vienas iš tokių aiškinimų — egzistavimas viena su kita iš dalies susikryžiuojančių vidutinės trukmės darbo sutarčių. Tarkime, kad visuminė paklausa sumažėja. Tiems darbuotojams, kurių darbo užmokestis nustatytas anksčiau sudarytomis sutartimis, nominalusis darbo užmokestis nesumažės tol, kol neateis laikas atnaujinti tų sutarčių. Naujosios klasikinės krypties ekonomistai į tai atsako, kad jei paaiškės, jog sutartis nebenaudinga abiems pusėms, ji bus persvarstyta iš naujo. O jų oponentai atkerta, kad sutarčių peržiūrėjimas — labai sudėtingas dalykas.

Tačiau net jeigu ilgesniam laikui sudarytos darbo sutartys paaiškina, kodėl darbo užmokestis yra nelankstus ten, kur įmonėse veikia profesinės sąjungos, tai kaip galima paaiškinti, kad gamybai smunkant atlyginimai nemažėja ir tiems daugiau kaip trims ketvirtadaliams Amerikos samdomųjų darbuotojų, kurie nėra profesinių sąjungų nariai?

Kitas darbo užmokesčio nelankstumo aiškinimas yra toks: kad ir kaip būtų paradoksalu, darbdaviai nenori mažinti atlyginimų gamybai smunkant. Jie galėtų samdyti darbininkus už mažesnį atlyginimą, negu moka jau pasamdytiems žmonėms, arba galėtų pradėti grasinti darbuotojams, kad išgautų iš jų sutikimą sumažinti atlyginimus. Tačiau toks elgesys supriešintų darbdavius su jų darbuotojais. Šiai problemai darbdaviai teikia nemažą

[3] Tam visai nebūtina tobulos konkurencijos rinka. Siekdami maksimizuoti pelną, monopolistai taip pat keičia kainas, kai paklausos kreivė pasislenka kairėn arba dešinėn.

reikšmę, nes jie nepajėgia nuolatos prižiūrėti savo darbuotojų. Todėl jie priversti remtis **numanoma sutartimi**. Pagal šią neformalią, visai neoficialią ir nerašytą sutartį tie darbdaviai, kuriems rūpi, kad nenutrūktų darbas, negraso samdyti darbo ieškančių žmonių už mažesnį atlyginimą, ir mainais už tai jų pasamdyti darbuotojai sąžiningai triūsia net ir tada, kai šeimininkai į juos nežiūri.

Numanomos sutarties egzistavimas nereiškia, kad nominalieji atlyginimai yra visiškai nepajudinami. Pavyzdžiui, 9 dešimtmetyje daugelyje šakų (pirmiausia tose, kuriose buvo panaikintas valstybinis reguliavimas — oro transporte, autotransporte) nominalieji atlyginimai buvo sumažinti. Tiek darbuotojams, tiek darbdaviams buvo aišku, kad pašalinus valstybinį tų šakų reguliavimą, kuris sudarė galimybę naudotis kartelinio pobūdžio kainodara, firmos neįstengs mokėti tokių pačių atlyginimų, ir jų tarifai turi būti sumažinti. Tačiau kitomis aplinkybėmis nominaliojo darbo užmokesčio sumažinimas būtų itin lėta procedūra.

Ar tokių numanomų sutarčių egzistavimas yra visiškai įtikinamas atlyginimų nelankstumo tose įmonėse, kur nėra profesinių sąjungų, paaiškinimas? Matyt, ne. Kritikai yra nurodę, kad numanomos sutartys turėtų skatinti darbdavius neatleisti darbuotojų, kaip jos sulaiko nuo atlyginimų mažinimo. Jeigu darbdaviai, siekdami, kad jų darbuotojai turėtų pakankamus motyvus dirbti, turi parūpinti jiems tam tikros naudos, kodėl negalime manyti, kad ta nauda — tai ne didesni atlyginimai, o mažesnė atleidimo iš darbo tikimybė?

Keinsistai ir monetaristai į tai atsako, jog nepaisant to, ar mokame tokią padėtį paaiškinti ar ne, faktai teigia, kad nominalusis darbo užmokestis ir kainos lėtai prisitaiko prie pakitusių aplinkybių; todėl turime neignoruoti šio fakto savo koncepcijose, net jei ir negalime jo paaiškinti.

Naujoji klasikinė teorija praktiškai

Kad geriau suprastume naująjį klasikinį požiūrį, tarkime, kad *nominalusis darbo užmokestis yra lankstus*, lengvai gali ir kilti, ir smukti. Jei taip, tai stebėtojams akivaizdūs visuminės paklausos pokyčiai neturėtų sukelti jokio nedarbo. Tarkime, kad ribinis investicijų efektyvumas sumažėja. Vadinasi, firmos ima investuoti mažiau, ir darbo jėgos paklausa sumažėja. Darbdaviai pradeda grasinti atleisią darbuotojus iš darbo, jei šie nesutiktų, kad nominalieji atlyginimai būtų sumažinti. Paprastai darbuotojai, norėdami išsaugoti savo darbo vietas, sutinka su tuo. Jie taip elgiasi dėl dviejų priežasčių. Pirma, dėl darbo užmokesčio sumažinimo nominaliosios pajamos paprastai sumažėja daug mažiau, negu jos sumažėtų dėl nedarbo padidėjimo. Antra, darbuotojai suvokia, kad investicijų, o dėl to ir visuminės nominaliosios paklausos, sumažėjimas sukels kainų kritimą. Kadangi darbuotojai elgiasi ra-

cionaliai ir, vadinasi, rūpinasi pirmiausia savo realiuoju, bet ne nominaliuoju darbo užmokesčiu, tai jie neprieštarauja, kad būtų sumažinti nominalieji atlyginimai.

Jei sumažėjusios investicijos sumažina našumą ir tuo pačiu sukelia realiojo darbo užmokesčio sumažėjimą, tai kai kurie darbuotojai nusprendžia mesti darbą. Tačiau jie nėra bedarbiai prieš savo valią. Jie nedirba dėl to, kad ribinis buvimo be darbo naudingumas prašoka ribinį siūlomo atlyginimo naudingumą. Kitaip tariant, jie verčiau renkasi laisvą laiką negu žemesnį už lig tol buvusį atlyginimą, nes tada gali tą laisvą laiką panaudoti geriau apmokamo darbo paieškoms[4].

O dabar kitas analogiškas atvejis: tarkime, kad pinigų pasiūla didėja ir žmonės tai žino. Suvokdami, kad kainos kils, darbuotojai dabar reikalauja didesnio nominaliojo darbo užmokesčio, o darbdaviai, žinodami, jog dabar jie pajėgs parduoti produkciją didesnėmis kainomis, sutinka mokėti jiems didesnius nominaliuosius atlyginimus. Užimtumas nepadidėja, nes žmonės, suvokdami, jog padidėję nominalieji atlyginimai tereiškia išsaugotą nepakitusį realųjį atlyginimą, neturi paskatų dirbti daugiau.

Jei taip, tai kas tada sukelia užimtumo svyravimą, kuris yra akivaizdus faktas? Robertas Lukas aiškina tai pasiūlos funkcija, kuri vadinama **Luko pasiūlos funkcija**. Jis teigia, kad daugelį visuminės paklausos pokyčių žmonės ir firmos suvokia netiksliai. Firmos seka savo gaminamų produktų kainas, bet ne taip įdėmiai ir rūpestingai seka *bendrąjį kainų lygį*. Vadinasi, kai visuminė paklausa sumažėja, kiekviena konkreti firma žino tik tai, kad jos gaminamo produkto kaina mažėja. Toks kainos sumažėjimas gali kilti tiek dėl tos firmos gaminių pakitusios paklausos, tiek dėl bendro visuminės paklausos sumažėjimo. Firma tiksliai nežino, kuri priežastis yra pagrindinė. Jei taip atsitiko dėl sumažėjusios visuminės paklausos, tai firma turėtų mažinti savo gaminių kainą ir tada išsaugotų esamą gamybos mastą. Šitaip elgdamasi, kiekviena firma išlaiko savo gaminių kainas nekintamas palyginti su kitų prekių kainomis. Tai ir yra tinkamas reagavimas, nes santykinė firmos gaminių paklausa yra nepakitusi. Tačiau jei firmos produkcijos kainos krito dėl to, kad sumažėjo būtent jos gaminių paklausa — gal yra pasikeitęs vartotojų skonis, — tai firma turės mažinti ir savo gamybos apimtį.

Nežinodama, kas pasikeitė — ar visuminė paklausa, ar tik jos produktų paklausa, — firma imasi dvilypės taktikos, t. y. priemonių, tinkamų visuminės paklausos kritimo atveju, o taip pat priemonių, kurių reikia, kai mažėja pačios firmos gaminių paklausa. Taigi, kai visuminė paklausa mažėja, firma mažina ne tik gaminių kainas, bet ir produkcijos apimtį.

Panaši padėtis yra ir darbuotojų: kai jų darbdavys reikalauja sutikti su mažesniais atlyginimais, jie nežino, ar tai visos šalies ūkio reiškinys, ku-

[4] Nederėtų, žinoma, pernelyg pasikliauti teiginiu, kad žmonės meta darbą dėl to, kad nori susirasti geresnį; daugelis žmonių dairosi geresnės darbo vietos dar tebedirbdami.

rio pasekmė yra kainų lygio kritimas ir išliksiantis nepakitęs realusis darbo užmokestis, ar tik šį darbdavį liečiantis atvejis, ir sumažės realusis atlyginimas. Vadinasi, kai kurie darbuotojai nesutinka su pasiūlymu sumažinti atlyginimus ir nusprendžia pasiieškoti darbo kitur, o dėl to padidėja nedarbas.

Daugelis ekonomistų kritikavo šią koncepciją. Vienas iš kontrargumentų buvo tas, kad didelė dalis informacijos apie visą ūkį liečiančius visuminės paklausos pokyčius yra visiems prieinama. Firmos gali prenumeruoti periodinius prognozių leidinius ar bent jau skaityti tokių prognozių santraukas leidinyje „Wall Street Journal". Panašaus pobūdžio yra ir kitas priekaištas: klaidos (visai ekonomikai būdingų kainų pokyčių painiojimas su santykinių kainų pokyčiais) negali trukti tiek ilgai, kad jomis galima būtų paaiškinti ekonomikos nuosmukio fazes. Naujosios klasikinės krypties ekonomistai į tai atsako, kad kai užimtumas bei gamybos apimtis yra sumažinami, prireikia tam tikro laiko, kol jie vėl pasiekia ankstesnį lygį. Taigi prieš didindamos užimtumą firmos turi atsikratyti atsargų, susikaupusių nuo to laiko, kai sumažėjo paklausa, iki to laiko, kai firmos pradėjo mažinti gamybą. Bet ar gali tas faktas, kad ne iš karto prisiderinama, paaiškinti, kodėl Didžiosios depresijos metais nedarbas visą dešimtmetį buvo didesnis kaip 20 procentų? Netgi daug mažesnį nedarbą 9 dešimtmečio pradžioje — 9,7 procento 1982 m., 9,6 procento 1983 m. ir 7,5 procento 1984 m. — sunku būtų paaiškinti vien tuo, kad vėluojama prisiderinti prie pakitusių sąlygų.

Vienas iš būdų atskirti keinsistus, monetaristus ir naujosios klasikinės krypties ekonomistus vienus nuo kitų yra pažiūrėti, kaip jie traktuoja darbo užmokesčio bei kainų prisiderinimo spartą. Keinsistų manymu, darbo užmokestis ir kainos prisiderina prie visuminės paklausos sumažėjimo taip lėtai, kad jei paliktume viską savieigai, ekonomika kartkartėmis patirtų masinio nedarbo protrūkius, trunkančius metų metus. Tiesa, galop darbo užmokestis ir kainos sumažėtų tiek, kad realusis pinigų kiekis atitiktų tokį lygį, kokio reikia, norint atkurti didelį užimtumą, tačiau tas procesas truktų daugelį metų. Apie tai, kaip kiekybinė teorija aiškina prisiderinimo procesą, Keinsas yra pasakęs: „Jei tai truks taip ilgai, kaip jie aiškina, nė vieno iš mūsų jau nebebus"[5]. O monetaristai tvirtina, kad atlyginimai ir kainos prisiderina tikrai ne iš karto, bet prisiderinimas vėluoja daug mažiau, negu mano keinsistai; tuo tarpu naujosios klasikinės krypties ekonomistai prisiderinimo vėlavimą laiko esant beveik lygų nuliui[6].

---

[5] *John M. Keynes.* A Tract on Monetary Reform. London, Macmillan, 1924, p. 80.

[6] Kai kurie keinsistai yra įsitikinę, jog monetarizmas ir naujoji klasikinė teorija yra tokios panašios, kad pastarąją jie vadina antruoju monetarizmu. Tai abejotina, nes monetaristai laikosi nuomonės, jog per spartus arba per lėtas pinigų pasiūlos augimas yra kur kas rimtesnė problema, negu mano naujosios klasikinės krypties teoretikai. Be to, naujoji klasikinė teorija neprieštarauja, kad iždo politika būtų laikoma daug svarbesne už pinigų politiką.

REALIEJI EKONOMIKOS CIKLAI

Naujosios klasikinės krypties ekonomistai mano, kad keinsistai ir monetaristai nepagrįstai teigia, jog yra ir kitoks, ne tik laikinas priverstinis nedarbas. Tačiau, kaip ką tik aptarėme, jų pačių aiškinimas irgi yra abejotinas. Atrodo, kad ekonomikos teorija apskritai kol kas nepajėgi įtikinamai paaiškinti nedarbą. Todėl kai kurie naujosios klasikinės krypties ekonomistai pateikė kitą teorijos variantą — realiųjų ekonomikos ciklų teoriją.

Nereikia manyti, kad moksliniai praktinės veiklos principai visada reikalauja atmesti jūsų pripažįstamą teorinę koncepciją, jeigu faktai (tai yra empirinių stebėjimų duomenys) jai prieštarauja. Gali būti ir taip, kad empiriniai duomenys yra netikslūs, arba gal jie neteisingai aiškinami. Todėl pasižiūrėkime, ar galima ir toliau remtis aptariamąja teorija apie racionalius, naudingumą maksimizuojančius subjektus (gyventojus, firmas) ir parodyti, kad tariamai akivaizdus „faktas", jog kai kada nedarbas būna kur kas didesnis ir nevadintinas laikinuoju nedarbu, iš esmės žiūrint nėra faktas. Štoks yra naujosios klasikinės krypties ekonomistų atsakymas.

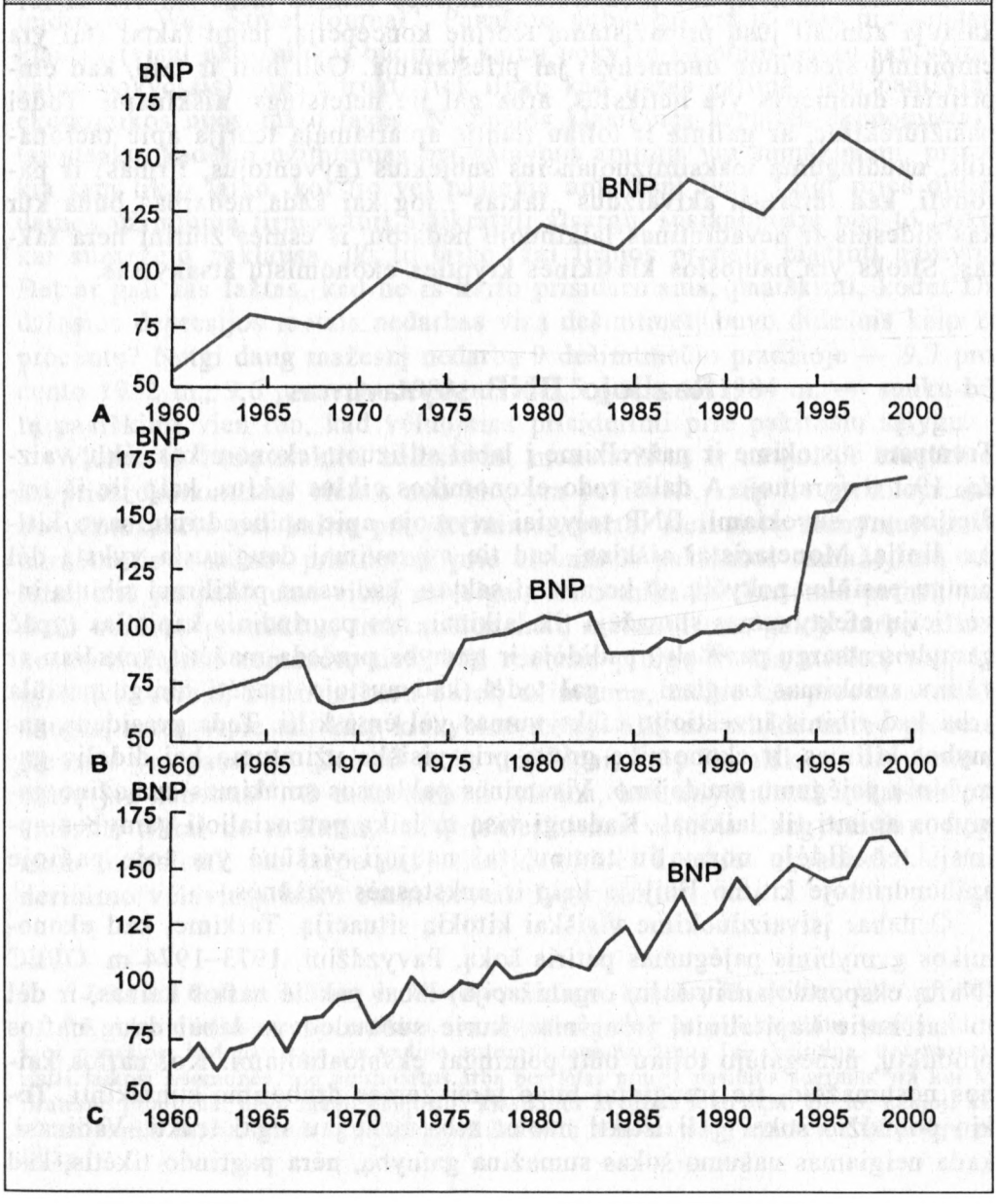
Realiojo BNP svyravimas

Trumpam sustokime ir pažvelkime į labai stilizuotą ekonomikos ciklų vaizdą. 19.1 diagramoje A dalis rodo ekonomikos ciklus tokius, kaip jie iš tradicijos yra suvokiami. BNP tolygiai svyruoja apie apibendrintą savo kitimo liniją. Monetaristai aiškina, kad tie svyravimai daugiausia vyksta dėl pinigų pasiūlos pokyčių. O keinsistai sakytų, kad esant pakilimui ribinis investicijų efektyvumas sumažėja tik laikinai, nes pagrindinis kapitalas (ypač gamybos atsargų pavidalu) padidėja ir gamyba pradeda mažėti. Anksčiau ar vėliau smukimas baigiasi — gal todėl, kad nustojo mažėti pinigų pasiūla arba kad ribinis investicijų efektyvumas vėl ėmė kilti. Tada prasideda gamybos kilimas, ir ekonomika grįžta prie visiško užimtumo bei didelio gamybinių pajėgumų naudojimo. Visuminės paklausos smukimas sumažino gamybos apimtį tik laikinai. Kadangi visą tą laiką potencialioji gamybos apimtis tebedidėjo normaliu tempu, tai naujoji viršūnė yra toje pačioje apibendrintoje kitimo linijoje kaip ir ankstesnės viršūnės.

O dabar įsivaizduokime visiškai kitokią situaciją. Tarkime, kad ekonomikos gamybinis pajėgumas patiria šoką. Pavyzdžiui, 1973–1974 m. OPEC (Naftą eksportuojančių šalių organizacija) labai pakėlė naftos kainas, ir dėl to kai kurie kapitaliniai įrenginiai, kurie sunaudodavo labai daug naftos produktų, nebegalėjo toliau būti pelningai eksploatuojami. Kol naftos kainos nesumažėjo, tie įrenginiai buvo tarsi žemės drebėjimo sunaikinti. Tokio pobūdžio šokai gali ištikti nuolat arba bent jau ilgai trukti. Vadinasi, kada neigiamas našumo šokas sumažina gamybą, nėra pagrindo tikėtis, kad

gamybos lygis vėl pakils, kol jis nesugrįš į ankstesniųjų aukščiausių gamybos taškų apibendrintą liniją. Panašiai yra ir tada, kai dėl teigiamo našumo šoko gamybos apimtis pakyla aukščiau už ankstesnę viršūnę — tokia

19.1 diagrama. Trys BNP ciklo tipai. A dalis rodo ciklus, kurie tolygiai svyruoja apie apibendrintą kitimo liniją. B dalis rodo BNP kitimo eilutes, kurias suformuoja našumo šokai. C dalis rodo atvejį, kai BNP turi apibendrintą kitimo liniją ir kartu yra veikiamas visiškai atsitiktinių šokų



padėtis yra tol, kol dėl neigiamo šoko vėl prisiderinama prie bendrosios tendencijos. Taigi BNP šiuo atveju atrodo taip, kaip matome 19.1 diagramos B dalyje.

Kuri iš tų dviejų diagramos dalių geriau atspindi mūsų ekonomiką? Keista, bet atsakyti į tai sunku. Priežastis paaiškės, pažvelgus į 19.1 diagramos C dalį, kuri, kaip ir ciklai A dalyje, nesunkiai gali būti traktuojama kaip visuminės paklausos ciklų diagrama. Ji faktiškai rodo tą pačią tendenciją kaip ir B dalyje, tiktai atmieštą visiškai atsitiktinių šokų, kurie gali kilti tiek dėl našumo pokyčių, tiek dėl paklausos pokyčių[7]. C dalis nėra grindžiama jokia ciklų kaita (kaip galima būtų manyti) — nei kilusia dėl multiplikatoriaus ir akceleratoriaus sąveikos, nei dėl pinigų pasiūlos pokyčių. (Atsitiktinių eilučių susiklostymas cikline forma yra paplitusi optinė iliuzija, ir ja remdamiesi daugelis fondų biržos „ekspertų" pelnosi duoną.)

Labai daug sudėtingo darbo buvo atlikta, siekiant nustatyti, kuri 19.1 diagramos dalis — A ar B — geriau vaizduoja mūsų pasaulį. Galutinės to darbo išvados dar nėra, tačiau B dalyje pavaizduota padėtis kol kas negali būti atmesta — BNP svyravimą mūsų ekonomikoje tikrai gali labiau lemti našumo pokyčiai, o ne visuminės paklausos pokyčiai. Toks svyravimas vadinamas **realiaisiais ekonomikos ciklais**.

Realiųjų ekonomikos ciklų teorija

Dabar pažvelkime į realiųjų ekonomikos ciklų teoriją, kuri bando paaiškinti B dalyje parodytą svyravimo pobūdį. Tas svyravimas — tai tokie realiojo BNP pokyčiai, kuriuose negalima įžvelgti tendencijos savaime grįžti į pradinę padėtį. Jei BNP didėja, tai tendencija ir toliau didėti yra lygiai tokia pati, kaip ir imti mažėti. Vadinasi, jeigu apie tendenciją negalime kalbėti, tai remdamiesi ankstesniais BNP pokyčiais, galime tiktai prognozuoti, jog BNP liks to paties dydžio.

Imkime ekonomiką, kurioje nėra jokio kito nedarbo, tik laikinasis, ir tarkime, kad įvyksta koks nors technologijos šokas — tebūnie tai naujovės, kurios padidina kapitalo našumą. Tada ribinis darbo našumas padidėja, todėl padidėja ir realusis darbo užmokestis, atsiranda daugiau pageidaujančių dirbti žmonių, ir užimtumo lygis pakyla. Toks aukštesnio lygio užimtumas lieka tol, kol ribinis darbo našumas, o dėl to ir atlyginimai, lieka dideli. O dabar tarkime priešingai — koks nors technologijos šokas sumažina ribinį darbo našumą. Darbo užmokestis sumažėja, tas pats atsitinka ir su užim-

[7] Kreivė C dalyje nubrėžta tokiu būdu. A dalyje parodyti ciklai susidarė padauginus BNP tendencijos kiekybinę reikšmę kiekvienoje paeiliui ciklo fazėje iš 1,00, 1,05, 1,10, 1,15, 1,20, 1,15, 1,10 ir 1,05. Brėžiant BNP kreivę C dalyje, BNP tendencijos kiekybinė reikšmė kiekvienoje fazėje buvo padauginta iš vieno iš tų aštuonių koeficientų, parinkto atsitiktinai. Jei gautoji kreivė atrodo lyg būtų ciklinška, tai nėra sąmoningų pastangų rezultatas. C dalis paprasčiausiai rodo vienintelį išbandytą judėjimą.

tumu. Stebėdamas tokius nedarbo svyravimus, kai kas gali klaidingai tuos pokyčius susieti su visuminės paklausos kitimu, o iš tikrųjų nedarbas svyravo tik todėl, kad žmonės nuspręsdavo dirbti daugiau tuomet, kai realusis darbo užmokestis būdavo didesnis.

Vadinasi, realiųjų ekonomikos ciklų teorija siūlo iš esmės kitokį būdą suvokti ekonomiką. Tiek keinsistai, tiek monetaristai gamybos apimties ir nedarbo svyravimų priežastimi laiko visuminės paklausos pokyčius. Gamyba mažėja, kai mažėja visuminė paklausa. Ūkio gamybinis pajėgumas nepakinta, tik mažiau jo yra panaudojama, kai sumažėja visuminė paklausa. Kitaip mano realiųjų ekonomikos ciklų teoretikai. Jie tvirtina, kad visuminė paklausa visada yra pakankama, kad būtų nupirktos visos prekės ir paslaugos, kurias žmonės nori pagaminti, teikti. (Jei šito nebūtų, atlyginimai ir kainos kristų žemyn, ir dėl to atsiradusi didesnė realioji pinigų pasiūla padidintų visuminę paklausą iki pakankamo lygio.) Gamybos smukimo fazės — tai tiesiog periodai, kai ekonomikos produktyvumas sumažėja. Kai produktyvumas (o dėl to ir realusis darbo užmokestis) yra mažesnis, mažiau žmonių benori dirbti. Žmonėms yra prasmė dirbti mažiau, kai jų realieji atlyginimai mažesni, ir daugiau — kai realieji atlyginimai didesni. Pavyzdžiui, darbuotojai sutiks dirbti, tarkime, penkis viršvalandžius per savaitę, jei už tai gaus 1,5 karto daugiau negu normalus atlyginimas, ir po to kitą savaitę dirbti penkiomis valandomis trumpiau[8].

Tačiau kaip tada buvo Didžiosios depresijos metu? 1933 m. nedarbas apėmė 38 procentus ne žemės ūkio darbuotojų. Ar tai reiškia, kad daugiau negu trečdalis dirbančių ne žemės ūkyje žmonių nusprendė pasimėgauti laisvalaikiu tais metais? Žinoma, ne. Todėl Edvardas Preskotas (Edward Prescott) iš Minesotos universiteto, realiųjų ekonomikos ciklų teorijos pradininkas, neneigia, jog Didžiosios depresijos metais tikrai būta priverstinio nedarbo. Jis netvirtina, kad realiųjų ekonomikos ciklų teorija paaiškina visus JAV ekonomikos svyravimus, tačiau jis tiki, jog ji paaiškina maždaug pusę prieškario svyravimų ir apie tris ketvirtadalius svyravimų pokario metais.

Realiųjų ekonomikos ciklų teorijos kritikai iškelia keletą diskutuotinų dalykų. Vienas jų — abejonė, ar technologijos šokai gali būti tokie galingi, kad sukeltų ciklus, prilygstančius dabartiniams ekonomikos ciklams. Realiųjų ekonomikos ciklų teorijos šalininkai į tai atsako, kad pakaktų net ir smulkių pokyčių komplekso. Kitas priekaištas yra tai, kad realiųjų ekonomikos ciklų teorija nieko nesako apie du svarbius dabartinių ekonomikos

[8] Pasakymas, kad bedarbis pats renkasi laisvalaikį, bedarbio požiūriu atrodo kaip atviras pasityčiojimas iš jo situacijos. Tačiau, bent jau tam tikru mastu, galima sutaikyti tai, ką mano patys bedarbiai apie savo padėtį, su realiųjų ekonomikos ciklų teorija. Tarkime, kad technologijos pokytis smarkiai sumažina darbininko pusiausvirą atlyginimą. Užuot susitaikęs su užmokesčio sumažėjimu, jis išeina iš darbo, nes, nieko nežinodamas apie technologijos pokytį, jis yra įsitikinęs, kad susiras kitą darbą su tokiu pačiu atlyginimu. Tačiau pusiausvyrą atitinkantis atlyginimas dabar jau mažesnis; todėl jis neranda kito darbo ir laiko save bedarbiu.

ciklų požymius — ciklus atitinkančius kainų ir pinigų pokyčius. Be to, monetaristai pabrėžia, kad prieš pasiekiant ekonomikos ciklui viršutinį lūžio tašką, visada pirmoji pakrypsta žemyn pinigų pasiūla. Ar tai tik sutapimas? Atsakydami į tai realiųjų ekonomikos ciklų teorijos ekonomistai sukūrė modelius, kuriuose našumo pokyčiai sukelia tokius pačius pinigų pasiūlos bei kainų pokyčius.

Dar vienas diskutuojamas dalykas: realiųjų ekonomikos ciklų teorijos teigimu, tai, kas nuosmukio laikotarpiu atrodo esant priverstiniu nedarbu, yra racionali reakcija į sumažėjusius realiuosius atlyginimus. Tačiau, sako jos kritikai, faktiniai duomenys nerodo, jog realusis darbo užmokestis nuosmukio metu yra labai sumažėjęs. Be to, tvirtina kritikai, realiųjų ekonomikos ciklų teorija įtikinėja, kad gamybai nusmukus žmonės nori dirbti mažiau valandų, tačiau nuosmukiams būdinga ne tiek vidutinio samdomų darbuotojų dirbamų valandų skaičiaus sumažėjimas, kiek darbo netekusių žmonių skaičiaus padidėjimas. Į tai realiųjų ekonomikos ciklų teorijos šalininkai atsako, kad dėl važinėjimo į darbą bei kitų su darbu susijusių nuolatinių išlaidų apsimoka arba dirbti visą darbo savaitę, arba iš viso nedirbti. Vadinasi, ne dauguma žmonių truputį sumažina darbo valandų skaičių, bet visiškai meta darbą tie, kurie anksčiau turėjo mažiausią (jau tik ribinę) naudą iš savo darbo, o tada visi likusieji lieka dirbti visą darbo savaitę.

Kitas realiųjų ekonomikos ciklų variantas daugiausia liečia laikinąjį nedarbą. Dauguma ekonomistų mano, kad laikinasis nedarbas yra gana pastovus. Bet iš tikrųjų ne visada taip yra. Gali būti toks metas, kada vartotojų paklausa, technologija arba pokyčiai užsienio prekyboje sukelia staigų gamybos sumažėjimą vienose šakose ir tokį pat staigų gamybos padidėjimą kitose. Darbininkams reikia laiko pereiti į kitą darbą, ir tuo pereinamuoju laikotarpiu nedarbas padidėja.

Diskusija apie realiuosius ekonomikos ciklus dar tebevyksta, todėl per anksti spėlioti, kuo ji baigsis. Bet net jeigu realiųjų ekonomikos ciklų teoretikai pralaimės tame ginče, jų darbas — kai kurių svyravimų aiškinimas — nenueis veltui. Galimas dalykas, kad yra abiejų tipų svyravimų — tradicinių paklausos formuojamos ekonomikos ciklų ir našumo pokyčių. Svarbu yra išsiaiškinti, kuris iš jų daugiau lemia.

POSTKEINSISTINĖ TEORIJA

Naujoji klasikinė teorija labai rimtai traktuoja racionaliosios elgsenos prielaidą ir tvirtina, kad visuminės paklausos nestabilumas nėra tokia svarbi problema, kokią ją vaizduoja keinsistai ir monetaristai. Teorija, kurią dabar imamės aptarti, yra visiškai kitokia.

Keinso *„Bendroji užimtumo, palūkanų ir pinigų teorija“* savo originalumu, išsamiu tyrimu ir užmojais yra didis veikalas. Tokiose knygose galima rasti teiginių, kurie duoda pagrindą skirtingoms minties kryptims, to-

dėl tokios knygos gali būti įvairiai interpretuojamos. 13–16 skyriuose mes pateikėme įprastinį Keinso sukurtos ekonomikos teorijos interpretavimą, apibendrintai išreikštą IS ir LP modeliu, kuriame dvi daugmaž stabilios ir prognozuojamos kreivės susikirsdamos apibrėžia BNP dydį. Tokia analizė sąžiningai išreiškia vieną Keinso minties trajektoriją. Bet yra Keinso darbe ir kitas komponentas — jis pabrėžia netikrumą, nenuspėjamumą, nestabilumą. Kai kurie ekonomistai ėmė remtis tomis mintimis; nors jų pažiūros tarpusavyje kiek skiriasi, visi jie vadinami *postkeinsistais*.

Netikrumas ir jo pasekmės

Keinsas pabrėžė ekonominiams sprendimams būdingą didžiulį netikrumą (žr. priedą prie šio skyriaus). Šį Keinso minties aspektą ne itin gerai sekasi perkelti į IS ir LP diagramą, tačiau jį išsaugojo ir išplėtojo postkeinsistai. Pats Keinsas yra sakęs, kad biržos svyravimai nenuoseklūs ir rodo, jog aktyvų kainos nėra vien ramių, racionalių apskaičiavimų rezultatas, o priklauso ir nuo būgštavimų bei vilčių, nuo optimizmo ir pesimizmo protrūkių. Postkeinsistų manymu, numatymas anaiptol nėra racionalus.

Jie tvirtina, kad ekonominiai sprendimai yra daromi, esant dideliam netikrumui, ir tai sukelia reikšmingas pasekmes, su kuriomis turi skaitytis monetarizmo pinigų teorija. Laikydami pinigus, mes palengviname sau naštą, kurią užkrauna netikrumas, nežinojimas, ką atneš rytojus, — pinigai leidžia mums atidėti sprendimus iki to laiko, kada geriau žinosime, kas atsitiks. Jei jūs sutaupėte šiek tiek savo pajamų ir esate susirūpinęs, kad akcijų, obligacijų ir kitų aktyvų kainos gali smukti, galite išvengti šio pavojaus, laikydami santaupas pinigų pavidalu tol, kol sulauksite geresnių naujienų apie akcijų ir obligacijų kainas. Vadinasi, reikia manyti, kad pinigų paklausa priklauso nuo netikrumo laipsnio ir todėl negali būti pastovi ir prognozuojama pajamų, palūkanų normų ar kitų kiekybiškai nusakomų kintamųjų funkcija.

Kita išvada, kurią daro postkeinsistai, stebėdami ekonomiką persmelkiantį netikrumą, yra ta, kad sprendimai dėl investicijų yra grindžiami ne tik racionaliais apskaičiavimais, bet ir viltimis arba būgštavimais — tuo, ką pats Keinsas vadino „instinkto dvasia“[9]. Vadinasi, investavimai taip pat yra netolygūs. Todėl postkeinsistai mano, jog privatus sektorius ne tik yra daug mažiau stabilus, negu įsivaizduoja monetaristai, bet ir daug nestabilesnis, negu mano jį esant tradicinės krypties keinsistai.

[9] Keinsas neketino pažeminti verslininkų, kada jis pavartojo posakį „instinkto dvasia“. Deja, atrodo, kad kai kurie jo pasekėjai linkę tą sąvoką vartoti paniekinama reikšme.

Pinigai ar bankų kreditai?

Dar vienas postkeinsistinės teorijos aspektas yra tas, kad svarbiausias dalykas yra ne indėlių (taigi — ir pinigų) kiekis, kuris parodomas banko balanso pasyvų pusėje, o to balanso aktyvų pusė. Formuodamas indėlius bankas išduoda paskolas arba perka vertybinius popierius — taigi, kai padaugėja indėlių, to banko balanso aktyvų pusėje padaugėja paskolų arba vertybinių popierių. Daugelis ekonomistų mano, kad nėra didelio skirtumo, ar daugėja išduotų paskolų, ar gausėja pirktų vertybinių popierių. Tačiau postkeinsistai tvirtina, kad indėliai, suformuoti teikiant paskolas, sukelia didesnį BNP prieaugį, negu tie indėliai, kuriuos bankas sukuria, pirkdamas rinkoje vertybinius popierius. Paskolą gavęs asmuo gautas lėšas išleidžia labai greitai, ir visuminė paklausa padidėja. Ir atvirkščiai, bankui vertybinius popierius pardavęs fizinis arba juridinis asmuo nebus toks greitas išleisti pajamas prekėms arba paslaugoms pirkti. Labai galimas dalykas, kad jis pardavė vertybinius popierius dėl to, jog tikisi palūkanų normą didėsiant, ir tada jis vėl nusipirks tuos vertybinius popierius — jau mažesne kaina; taigi, kaip jau kalbėjome, čia daug lemia netikrumas. Arba gali būti, kad vertybinius popierius asmuo pardavė dėl to, kad nori pirkti kitų vertybinių popierių, ir pastarųjų vertybinių popierių pardavėjas po to kurį laiką pasilaikys gautąsias pajamas. Vadinasi, tvirtina postkeinsistai, kai tyrėjas nori išaiškinti galimus visuminės paklausos pokyčius, banko paskolos yra patikimesnis rodiklis negu banko indėlių, taigi ir pinigų, kiekis. Dalis pinigų pasiūlos laikoma spekuliavimui skirtuose likučiuose, manant, kad vertybinių popierių kainos mažės, todėl tie pinigai neveikia visuminės paklausos. O bankų paskoloms tas netaikytina.

Ne tik postkeinsistai yra įsitikinę, kad bankų paskolomis sukurti pinigai daro didesnį poveikį visuminei paklausai, negu pinigai, sukurti bankams perkant vertybinius popierius. Tačiau dauguma ekonomistų mano, jog jei čia ir yra skirtumas, tai jis per mažas, kad galėtų ką nors reikšti. Be to, apskritai nėra tikra, kad skolinamieji doleriai yra greičiau išleidžiami, nes skolininkai paprastai laiko atitinkamus kompensacinius likučius.

Laikas ir pusiausvyros tyrimas

Postkeinsistai atsisako įprastinės pusiausvyros tyrimo metodikos, kuri vartojama ekonomikos teorijoje. Kiti ekonomistai paprastai klausia taip: kas atsitinka, jei vienas kintamasis, tarkime, palūkanų norma, pasikeičia, o visa kita nekinta. Postkeinsistų toks klausimas nedomina, nes *ir visa kita nėra nekintama*, o nepaliaujamai keičiasi. Todėl jie teikia pirmenybę kitokiam tyrimo principui. Jie nesiremia „teoriniu“ laiku (jis reiškia abstrakčius periodus, o ne kalendorinį laiką), kuriuo remiamasi, kai klausiama, kas atsitiktų su x, jei pasikeistų y. Užuot rėmęsi abstrakčiu laiku, jie klausia, kaip pa-

lūkanų normos pokyčiai tam tikru metu — sakykime, 1990 m. sausio mėnesį — paveiks investicijas tų metų gruodžio mėnesį. Atsakymas gali gerokai skirtis nuo to, kokį jie duotų, jei klausime būtų pateikta kita data.

Visuminės paklausos kreivė ir stabilizuojamoji politika

Pagal postkeinsistinę teoriją trumpo laikotarpio paklausos pokyčiai nedaug lemia kainų susiklostymą. Mat aiškinama, kad firmos, nustatydamos kainas, prie darbo išlaidų prideda nekintamą priedą. Darbo išlaidos nepriklauso nuo nekintamos Filipso kreivės, kuri darbo užmokesčio didėjimą sieja su nedarbo lygiu. Šiuo atveju darbo užmokesčio kilimas labai priklauso nuo socialinių ir politinių veiksnių, pavyzdžiui, profesinių sąjungų pozicijos, darbininkų nepasitenkinimo pajamų paskirstymu. Todėl visuminės paklausos mažinimas čia nebus efektyvus būdas infliacijai pažaboti. Pasitelkus šį būdą, dėl didėjančio nedarbo padaugės skurdo, o infliacijos tempas ne kažin kiek sumažės. Postkeinsistai siūlo stabdyti infliaciją pajamų politikos priemonėmis. Jie mano, kad tokia politika gali būti efektyvi, ypač jei ji būtų *visuomeninės sutarties* pajamų paskirstymo nelygybei mažinti dalis.

Pinigų politikos vaidmuo

Taigi galima padaryti išvadą, kad postkeinsistinė teorija nenumato, jog anticiklinė pinigų politika galėtų turėti reikšmingą įtaką. Kainos priklauso nuo profesinių sąjungų pozicijos, o produkcijos apimtis — daugiausia nuo vilčių ir būgštavimų, kurie lemia numanomą ribinį kapitalo efektyvumą. Vadinasi, užuot infliacijos metu didinęs palūkanų normą, centrinis bankas turi visą laiką palaikyti mažą palūkanų normą. Tai padės mažinti nedarbą ir kiek sumažins pajamų paskirstymo netolygumą[10].

Ne pinigų prieaugio tempai skatina visuminę paklausą, o visuminė paklausa skatina pinigų kiekio didėjimą. Taip yra iš dalies dėl to, kad pinigų multiplikatorius priklauso nuo to, kiek pinigų linkę laikyti gyventojai ir firmos bei kiek perteklinių rezervų numato laikyti bankai. Be to, centrinis bankas paprastai keičia bankų rezervus, kad prisitaikytų prie pajamų kitimo[11]. Tarkime, darbo užmokestis ima didėti vis sparčiau. Centrinis bankas žino, kad jei jis palaikys pinigų kiekio prieaugio tempą tokį, koks yra, ne-

[10] Tradiciškesnių pažiūrų ekonomistai linkę abejoti, ar centrinis bankas įstengia ilgą laiką palaikyti nedideles realiąsias palūkanų normas, turint omenyje Fišerio reiškinį.

[11] Kaip jau ką tik esame sakę, kai kurie realiųjų ekonomikos ciklų teoretikai taip pat mano, jog pinigai yra endogeninis reiškinys. Taip mano ir monetaristai, kurie kaltina FRS už tai, kad ši paverčia pinigus endogeniniais. Bet jei monetaristai yra įsitikinę, jog FRS gali ir privalo daryti pinigus savo esme egzogeninius, tai postkeinsistai teigia, kad FRS to daryti nei gali, nei privalo.

darbas padidės, o infliacijos tempai nesumažės. Taigi, jei didėjant atlyginimams nebus padidinta pinigų pasiūla, bus tik blogiau.

Tai dar ne viskas. Dažnai finansinė struktūra yra silpna, daugelis finansų įstaigų ir didelių nefinansinių firmų balansuoja ant bankroto ribos. Todėl centrinis bankas bijo, kad jei palūkanų norma padidės, vertybinių popierių kainų (taigi ir finansų įstaigų investicinių paketų vertės) sumažėjimas gali sukelti finansų krizę. Tas pat pasakytina ir apie didėjančias palūkanų sumas, kurias turi mokėti pasiskolinusios įstaigos. Todėl centrinis bankas turi elgtis kaip paskutinis skolintojas kritiniu atveju ir užtikrinti, kad finansų krizės nebūtų. Tačiau kai kurių postkeinsistų nuomone, būdamas pasirengęs kritiniu atveju teikti paskutinio skolintojo paslaugas, centrinis bankas tuo pačiu finansuoja infliaciją. Šitaip jis pakliūva į spąstus, kurie ir yra kapitalistinės sistemos nestabilumo išraiška.

Daugelis postkeinsistų taip pat mano, jog pinigų paklausa yra labai lanksti palūkanų atžvilgiu. Vadinasi, net jeigu centrinis bankas, atlyginimams bei kainoms didėjant, neprisitaiko prie didėjančios pinigų paklausos, pakanka nedidelio palūkanų normos padidėjimo, kad pinigų apyvarta paspartėtų tiek, jog būtų prisiderinta prie pakilusių kainų.

Postkeinsistinė ciklų teorija

Dabar aptarsime vieną iš būdų, kaip galima, remiantis postkeinsistinėmis idėjomis, aiškinti ekonomikos ciklus — būdą, kurį naudojo Haimanas Minskis (Hyman Minsky) iš Vašingtono universiteto (Sent Luisas). Baigiantis nuosmukiui, pesimizmas sumažėja, ir firmos ima daugiau investuoti. Didėjančios dėl to pajamos skatina dar didesnį optimizmą, todėl investicijos dar padidėja. Kurį laiką viskas būna labai gerai. Bet paskui atsitinka kažkas grėsminga — finansų struktūra darosi nebe tokia patikima. Minskis išskiria tris finansų tipus: apsaugotus nuo rizikos finansus, spekuliacinius finansus ir poncio finansus[12]. **Apsaugoti nuo rizikos finansai** yra tokia padėtis, kai skolininkai tikisi būti pajėgūs iš gaunamų pajamų grąžinti skolą; pavyzdžiui, šeima, imanti hipotekinę paskolą, arba firma, statanti naują įmonę, kurioje bus mažesnės gamybos išlaidos. **Spekuliacinių finansų** atveju skolininkas tikisi atsiskaityti parduodamas aktyvus; taip dažnai būna, atperkant firmų akcijas, naudojant lėšas, gautas išleidus menkavertes obligacijas. Spekuliaciniai finansai yra labiau rizikingi už apsaugotus finansus, kadangi sumažėjus aktyvų kainoms skolininkas nebegalės gauti lėšų, reikalingų skolai atlyginti. **Poncio finansai** yra dar prastesnis dalykas. Tai situacija, kurioje skolininkas gali grąžinti paskolą tik dar kartą skolindamasis.

[12] Poncio finansai pavadinti vieno sukčiaus (italo Ponzi) vardu; tas žmogus po I pasaulinio karo sukaupė lėšų didelių palūkanų pažadais. Tas palūkanas jis mokėjo ne iš investicijomis uždirbtų pinigų, bet iš naujai įplaukiančių lėšų. Galop atėjo atsiskaitymo valanda, ir jis nukeliavo į kalėjimą.

Tai patys rizikingiausi iš finansų, nes juk niekas negali visą laiką skolintis ir skolintis, kad nuolat galėtų apmokėti besikaupiančias skolas; taigi čia bankrotas beveik garantuotas.

Kai pagyvėjimas vis dar trunka ir optimizmas tebedidėja, vis daugiau firmų nuo apsaugotų finansų tipo pereina prie spekuliacinių finansų, arba nuo bet kurio iš šių dviejų tipų prie poncio finansų. Kuo toliau pažengia šis procesas, tuo trapesnė darosi finansų struktūra. Anksčiau ar vėliau ji pasiekia tokią stadiją, kai netgi nedidelio pajamų sumažėjimo — tokio, koks būna nedidelio nuosmukio metu — pakanka, kad daugelis firmų jau nebepajėgtų grąžinti skolų ar netgi sumokėti už jas palūkanų. Pasekmė — dramatiški bankrotai. Kreditorius apima baimė, ir jie ima atkakliai reikalauti grąžinti skolas, kurias kitu atveju nesunkiai sutiktų perrašyti naujam terminui. Nuosmukis pasidaro labai didelis, prasideda masinis nedarbas.

Minskis skiria padėtį prieš II pasaulinį karą ir dabar. Prieškariniu laikotarpiu kartkarčiais iš tiesų įvykdavo finansų katastrofos, kai kada pasibaigiančios daugelio bankų bankrotais. Kadangi firmos būdavo priverstos prasimanyti pinigų grąžinti toms paskoloms, kurių kreditoriai nesutikdavo atidėti, tai jos būdavo priverstos išparduoti aktyvus pernelyg mažomis kainomis. Tokios kainos padarydavo nuostolių ne tik toms firmoms, bet ir kitiems tų aktyvų savininkams — jų kapitalui irgi imdavo grėsti sunykimas dėl krintančių jų aktyvų kainų. Daugelis tokių firmų taip pat bankrutuodavo.

Bet dabar taip atsitikti nebegali, nes to neleis Federalinė rezervų sistema. Ji imsis priemonių ir sumažins palūkanų normą bei spustelės bankus, ragindama kredituoti didžiąsias firmas, kurioms antraip grėstų bankrotas. Nors tokia politika užkerta kelią labai dideliems nuosmukiams, ji turi ir du didelius trūkumus. Pirma, anksčiau nutikdavę finansinės panikos protrūkiai atlikdavo svarbią funkciją — atkurdavo finansinę drausmę. Po tokių sukrėtimų firmos keletą metų nedrįsdavo imtis spekuliacinių arba poncio finansų tipo rizikos. Dabar tokios kliūties perdėtai rizikai nebėra arba ji nebe tokia didelė kaip anksčiau. Antra, kai prasidedant finansų panikai FRS veikia kaip paskutinis skolintojas kritiniu atveju ir didina bankų rezervus, ji tuo pačiu rengia dirvą tolesnei infliacijai.

SANTRAUKA

1. Naujosios klasikinės krypties ekonomistai kritikuoja ir keinsistines, ir monetaristines teorijas dėl to, kad jose nėra pakankamai gerai išaiškinti racionalios elgsenos pagrindai. Daugiausia diskutuojama dėl naujosios klasikinės krypties šalininkų prielaidos, kad kainos yra lanksčios.
2. Pagal naująją klasikinę teoriją visuminės paklausos pokytis, jei jis teisingai suvokiamas, nedaro jokio poveikio nedarbui bei gamybos apimčiai ir veikia tik kainas. Kadangi tiek firmos, tiek darbuotojai sunkiai skiria visuminės paklau-

sos pokytį nuo santykinės paklausos pokyčio, kyla tam tikras pereinamojo pobūdžio nedarbas.

3. Tradicinė makroekonomika teigia, kad kai realusis BNP nukrypsta nuo savo numanomos vertės, jis po to vėl ima grįžti prie jos. Realiųjų ekonomikos ciklų teorijos šalininkai teigia, kad empiriniai duomenys to nerodo.
4. Realiųjų ekonomikos ciklų teorijos modelyje realųjį BNP didina technologijos pokyčiai. Užimtumo kitimas atspindi darbo kiekį, kurį darbuotojai linkę atlikti skirtingo dydžio atlyginimų sąlygomis.
5. Postkeinsistai tvirtina, kad mūsų ekonomika yra iš prigimties nestabili ir optimizmo bei pesimizmo protrūkiai keičia numanomą ribinį investicijų efektyvumą, o dėl to ir BNP. Pinigų paklausą irgi veikia numatymo pokyčiai, nes egzistuoja spekuliacinė pinigų paklausa.
6. Postkeinsistinėje teorijoje pinigų pasiūla nėra traktuojama kaip priežastis; pagal šią teoriją pinigų pasiūla paprastai yra endogeninis dalykas. Bankų paskolos yra geresnis rodiklis už pinigų pasiūlą. Minskio modelyje numatyta, kad ekonomikai tolydžio kylant, firmų buhalteriniai balansai vis prastėja, nes vietoj apsaugotų nuo rizikos finansų vis labiau įsigali spekuliaciniai bei poncio finansai. Tai galop sukelia didelį nuosmukį arba FRS turi laiduoti už prasiskolinusias firmas, o tai jau skatina infliaciją.

PAGRINDINIAI TERMINAI

naujoji klasikinė teorija	New Classical theory
nelankstūs atlyginimai ir kainos	sticky wages and prices
Luko pasiūlos funkcija	Lucas supply function
postkeinsistinė teorija	post–Keynesian theory
apsaugoti nuo rizikos finansai	hedge finance
spekuliaciniai finansai	speculative finance
poncio finansai	Ponzi finance

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Naujosios klasikinės krypties ekonomistai teigia, kad vadovaujantis racionaliosios elgsenos principu, manoma, jog atlyginimai ir kainos yra lankstūs. Ar galite įsivaizduoti sąlygas, kurios atitiktų racionaliosios elgsenos reikalavimus, bet atlyginimai ir kainos nebūtų lankstūs?
2. Savais žodžiais apibūdinkite Luko pasiūlos funkciją.
3. Tarkime, kad realiojo BNP dydis nepaliaujamai kinta, užuot svyravęs apie savo bendrosios tendencijos reikšmę. Kodėl tai sunkiai suderinama su koncepcijomis, kurios realiojo BNP pokyčius sieja su visuminės paklausos pokyčiais?
4. Kaip realiųjų ekonomikos ciklų teorijos šalininkai aiškina užimtumo pokyčius?
5. Postkeinsistiniai ekonomistai mano, kad BNP pokyčiai bei pinigų prieaugio tempo pokyčiai yra glaudžiai susiję. Kodėl tokiu atveju jie atmeta kiekybinę teoriją?

6. Apibūdinkite Minskio teoriją, teigiančią, kad finansai darosi vis labiau pažeidžiami. Kaip jūs manote, ar ji tinka šių dienų sąlygoms?

LITERATŪRA

Naujoji klasikinė ekonomika puikiai aptariama šiuose leidiniuose:

Richard Froyen. Macroeconomics. New York, Macmillan, 1986 (11 skyrius).

Robert Hall, John Taylor. Macroeconomics, 2–as leid. New York, W. W. Norton, 1988.

Kevin Hoover. The Classical Macroeconomics: A Sceptical View. Oxford, Basil Blackwell, 1988.

Ardjo Klamer. Conversations with Economists. Totowa, N. J.: Rowman and Allanheld, 1984.

Tinkami šaltiniai apie realiųjų ekonomikos ciklų teoriją yra: Rodolfo Manuelli, Edward Prescott ir Lawrence Summers straipsniai leidinyje Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review, Fall, 1986, p. 3–32.

Postkeinsistinės teorijos teiginiai autoritetingai pateikiami šiuose leidiniuose:

Paul Davidson. Money and the Real World. New York, John Wiley, 1972.

Hyman Minsky. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven, Yale University Press, 1986.

Basil Moore. Monetary Factors. — Alfred Eichner (ed.). A Guide to Post–Keynesian Economics. Armonk, N. Y., E. S. Sharp, 1978.

Stephen Rousseas. Post–Keynesian Monetary Economics. Armonk, N. Y., E. S. Sharp, 1986.

PRIEDAS: KEINSAS APIE NETIKRUMĄ

Viename straipsnyje, paskelbtame 1937 m., jau gerokai nutolus Didžiajai depresijai, lordas Keinsas taip rašė apie netikrumą:

> Mes, apskritai paėmus, tik miglotai nutuokiame apie tiesiogines mūsų veiksmų pasekmes... Tai kaip vis dėlto sugebame tokiomis aplinkybėmis elgtis taip, kad išsaugome racionalaus ekonominio elgesio žmonių įvaizdį? Tam reikalui esame išradę ištisą virtinę metodų, iš kurių svarbiausi yra trys: 1) mes tariame, kad dabartis, kaip ateities pažinimo vadovas, yra kur kas svarbesnė, negu rodytų nešališkas įsigilinimas į jau įgytą patirtį... 2) mes tariame, kad kainomis išreikšta dabartinė nuomonė (įskaitant aktyvų kainas) bei dabartinės produkcijos pobūdis remiasi *teisingais* ateities perspektyvų apibendrinimais... 3) žinodami, jog mūsų individuali nuomonė yra bevertė, stengiamės remtis viso

pasaulio nuomone... Praktinę reikšmę turinti ateities koncepcija, pagrįsta šiais trimis principais, turi keletą ryškių ypatumų. Svarbiausia yra tai, kad, grindžiama tokia nepatikima baze, ji neišvengs staigių ir didelių pokyčių. Ramybės ir pastovumo, tikrumo ir saugumo tėkmė staiga gali sutrikti. Netikėtai žmonių elgseną ima lemti nauji būgštavimai ir viltys. Dėl iliuzijų žlugimo ekonomikos reiškiniai gali būti staiga pradėti vertinti naujai. Visi tie nuglaistyti, lipšnūs būdai, sukurti prašmatniai įrengtiems direktorių posėdžių kabinetams bei puikiai sureguliuotai rinkai, visai lengvai gali sugriūti. Nuo amžių neaiškios paniką keliančios nuojautos ir tokios pat neaiškios, neargumentuotos viltys tebėra nenuslopintos ir tūno visai negiliai po tariamai ramiu paviršiumi[13].

[13] The Collected Writings of John Maynard Keynes. London, Macmillan, 1973, Vol. 14, p. 113–115.

IV
DALIS

PINIGŲ POLITIKA

20
SKYRIUS

Pinigų politikos tikslai ir jų įgyvendinimą varžantys pavojai

Pinigų politika, kaip ir iždo politika, turi keturis tikslus: didelį užimtumą, stabilias kainas, tinkamą valiutos kursą ir spartų ekonomikos kilimą. Siekdama šių tikslų, FRS numato, kad jų įgyvendinimą varžys keturi dalykai: reikia nesukelti finansinės panikos, išvengti per daug nestabilių palūkanų normų, apsaugoti tam tikrus ekonomikos sektorius nuo per didelės ribojimų politikos naštos, išlaikyti užsienio investitorių pasitikėjimą. Šis knygos skyrius pradedamas tikslų apibūdinimu, vėliau peržiūrimi keturi tikslų siekimą varžantys pavojai. Po to svarstoma, kaip keturi tikslai dera vienas su kitu, ir baigiama trumpu pinigų ir iždo politikos sąsajų apibūdinimu.

TIKSLAI

Didelis užimtumas

Didelis užimtumas yra savaime suprantamas bet kurios makroekonominės politikos tikslas. Visi nori išvengti masinio nedarbo, nors pabrėžia ne tas pačias nedarbo sukeliamas blogybes: vieni — žmonių skurdą, kiti — nuostolius dėl sumažėjusios gamybos. Tačiau, kai tik mėginama tai apibrėžti, nedarbas pasidaro sudėtinga problema. Iškyla klausimas, kokio užimtumo lygio siekti. Yra du potencialiai prieštaringi kriterijai. Vienas — tai nedarbo procentas. Šis kriterijus yra efektyviausias, norint maksimizuoti gamybą; ribinės analizės metodais subalansuojami tiesioginiai nuostoliai dėl to, kad darbuotojai netenka darbo, ir nauda, kurią duoda neužimtos darbo jėgos lankstus panaudojimas. Antrasis kriterijus — tai infliacijos nespartinantis nedarbo procentas (INNP). Kurį šių kriterijų turėtų rinktis FRS? Aišku, kad ir koks būtų efektyvus pirmasis kriterijus, FRS neturėtų siekti tokio nedarbo procento, kuris būtų žemesnis už INNP, nes žemesnio už INNP procento negalima ilgai išlaikyti; be to, tai tik spartina infliaciją. Taigi, jei pirmasis kriterijus nesiūlo aukštesnio už INNP procento ir atrodo nepatiki-

mas, FRS turėtų vadovautis INNP. Tačiau tokios rekomendacijos FRS nėra pakankamos. Kaip buvo minėta 17 skyriuje, neaišku, koks nedarbo lygis yra INNP.

Be to, net jeigu mes ir sužinojome priimtiną nedarbo procentą, nėra gerų statistinių būdų nustatyti, koks yra faktinis nedarbas. Per mėnesines gyventojų apskaitas renkami duomenys apie nedarbą nėra tikslūs dėl kelių priežasčių. Viena, tikroji nedarbo apimtis sumažinama dėl to, kad apskaita įtraukia tik tuos, kurie ieško darbo, ir neįtraukia tų, kurie darbo neieško, nes mano, kad turi maža šansų jį rasti. Be to, ne visą darbo dieną dirbantys žmonės, kurie norėtų dirbti visą dieną, nėra apskaitomi kaip daliniai bedarbiai. Kita vertus, jei šeimą išlaikantis darbuotojas praranda darbą, jo sutuoktinis turi irgi ieškoti darbo, todėl statistiškai du žmonės ieško darbo, nors iš tiesų šeima ieško tik vieno darbo. Be to, kai kur socialiai remiami žmonės ieško darbo, nors daugelis jų negali būti įdarbinti. Be to, tie žmonės, kurie dirba slaptai, nes vengia mokesčių, arba užsiima nelegalia veikla, gyventojų apskaitose gali figūruoti kaip bedarbiai.

Be šių statistikos problemų, bedarbių skaičius dar priklauso nuo nedarbo pašalpų dydžio ir jų mokėjimo trukmės. Jei šios pašalpos didelės ir ilgalaikės, žmonės stengiasi ieškoti gero, o ne bet kokio darbo. Nereikia manyti, kad tai visada blogas dalykas. Pavyzdžiui, jeigu kvalifikuotas įrankių ir štampų gamintojas pradeda dirbti valytoju, nors, kelias dienas ilgiau paieškojęs, būtų galėjęs rasti savo profesijos darbą, tai yra aiškus nacionalinių pajamų praradimas. Tačiau kai kuriais atvejais bedarbio pašalpa skatina ilgiau nepradėti dirbti.

Vadinasi, mes ne tik nežinome, koks priimtinas nedarbo procentas, bet ir negalime tiksliai apskaičiuoti, koks šiuo metu yra nedarbas. Tai reiškia, kad kartais sunku nuspręsti, ar nedarbas per didelis, ar per mažas. Aišku, ne visada tokios problemos iškyla. 4 dešimtmetyje, kai be darbo likdavo daugiau nei ketvirtadalis ne žemės ūkio darbuotojų, nebuvo abejojama, kad nedarbo procentas viršija pageidaujamąjį. Tačiau kai nedarbo lygis yra, tarkim, 5 ar 6 procentai, tada nebe taip aišku.

Stabilios kainos

Antras tikslas — stabilios kainos — gali atrodyti savaime suprantamas, bet toli gražu taip nėra. Tarkime, yra ekonomika, kur kainos per pastaruosius 50 metų kilo 100 procentų per metus, ir visi įsitikinę, jog infliacija ir toliau bus 100 procentų. Kokią žalą daro tokia infliacija? Ji neperskirsto pajamų, nes darbo užmokestis ir visos sutartys, be to, mokesčių įstatymai, apskaitos sistema yra prie jos prisiderinę. Pavyzdžiui, jei darbo našumas didėja 2 procentais, darbo užmokestis kyla 102 procentais per metus ir palūkanų norma yra, tarkim, 103, o ne 3 procentai. Tokia tiksliai progno-

zuojama infliacija sukelia tik trejopų nuostolių. Pirma, nepatogu nuolat keisti kainų etiketes ir perrašinėti kainas, be to, pirkėjo žinios apie vienos ar kitos prekės tikslią kainą greit pasensta. Antra, kadangi kainos negali būti keičiamos be paliovos, tai tarp pasikeitimų kurį laiką (neilgai) jos būna nepusiausviros. Trečia, infliacija skatina laikyti per mažai pinigų, kadangi grynieji pinigai labiau praranda realią vertę — jos nekompensuoja didesnės nominaliosios palūkanos, kurios gaunamos už kitų formų turtą. Taigi žmonės turi vargti, nuolat vaikščioti, važinėti, kad gautų pinigų. Tai vadinama *batų plėšymu* (*shoe-leather cost* — batų kaina).

Tačiau infliacija, su kuria mes praktiškai susiduriame, nėra tiksliai prognozuojama, ir mūsų ekonomika nėra pakankamai indeksuojama. Dažniausiai yra apmokestinamos ne realiosios, o nominaliosios palūkanos. Pavyzdžiui, jeigu palūkanų norma yra 12 procentų, o infliacija 10 procentų, mokesčių mokėtojas, mokantis trečdalio palūkanų dydžio mokestį, po apmokestinimo realiai gauna 2 procentais mažiau pelno ($12 \times {}^{2}/_{3} - 10$). O skolininkams leidžiama per daug atimti iš apmokestinamų pajamų, t. y. tiek, kiek sudaro išmokamos palūkanos. Be to, amortizaciniai atskaitymai, kuriuos firmos gali atimti iš apmokestinamų pajamų, būna per daug maži, nes remiasi greičiau pradine, o ne atstatymo kaina. Tai padidina jų mokestinius įsipareigojimus. Gal dėl to, o gal dėl kitų priežasčių infliacija mažina akcijų kainas.

Kai korporacijos dėl infliacijos patiria skirtingą mokesčių naštą, skatinamas visuomeniškai neefektyvus investicinių lėšų paskirstymas, nes atskaičius mokesčius vis mažiau galima pasikliauti pelnu ir vis sunkiau nustatyti tikrąjį į vieną ar kitą pramonės šaką investuoto kapitalo našumą.

Kita neprognozuojamos infliacijos pasekmė yra ta, kad ji veikia pajamų ir turto paskirstymą. Aišku, ji daro nuostolius kreditoriams, o yra naudinga skolininkams. Be to, ji gali padėti ar pakenkti darbo užmokesčio gavėjams, priklausomai nuo to, ar darbo užmokestis atsilieka nuo kainų ar ne. Imant visumą, yra aišku, kad 7 ir 8 dešimtmečių infliacija buvo naudinga neturtingiems, nes pajamų paskirstymas buvo ne taip nevienodas. Bet to negalima pasakyti apie visas infliacijas.

Nors infliacija gali nevienodai veikti pajamų paskirstymą tarp skirtingas pajamas turinčių grupių, ji sukelia esminius pajamų perskirstymus kiekvienoje pajamų grupėje, nes kai kurie asmenys yra neto skolininkai, o kiti — neto skolintojai. Toks perskirstymo būdas yra tikrai apgailėtinas. Tai yra ne ką teisingiau, kaip apmokestinimas kiekvieno žmogaus, kuris yra gimęs lyginę dieną. Visi, kas rūpinasi lygybe, tokį perskirstymą turėtų laikyti didžiausiu infliacijos daromu nuostoliu.

Dar viena infliacijos daroma žala yra tai, kad atsiranda netikrumo ir nesaugumo jausmas. Gyventojai nebegali pasikliauti ateities planais, nes nežino, kokia ateityje bus reali vertė jų kapitalo, kuris dabar yra įvertintas doleriais. Apskritai paėmus, žmonės yra mokomi taupyti juodai dienai. Ta-

čiau neprognozuojama infliacija už tokį elgesį dažniau baudžia nei jį skatina. Matyt todėl žmonės praranda pasitikėjimą vyriausybe ir tuo, kad socialinės sąlygos gali būti teisingos ar racionalios. Kol ši infliacijos pasekmė negali būti kiekybiškai įvertinta, ją galima laikyti didžiule, o gal net pačia didžiausia infliacijos daroma žala. Dar 1979 m. prezidentas Karteris (Carter) rašė „Prezidento ekonomikos pranešime":

> Infliacijos korozija graužia ryšius, kurie siejo žmones. Vienas pagrindinių demokratinės vyriausybės uždavinių — sudaryti tokias sąlygas, kad piliečiai galėtų rūpintis savo likimu. Esant infliacijai žmonės su nerimu stebi, kaip dėl priežasčių, kurios nuo jų nepriklauso, išaugo praėjusios savaitės mokėjimų sumos arba kaip praėjusį mėnesį išduotas didesnis socialinės pašalpos čekis baigia nuvertėti dar nesulaukus metų galo. Visi mes turime susiplanuoti savo ateitį... Ateitis visuomet yra gana neaiški, ir mes ne visada galime iki galo kontroliuoti savo planus. Kai pagrindinė mūsų kuriamų planų įvertinimo priemonė — dolerio perkamoji galia — smarkiai ir neprognozuojamai mažėja, mes netenkame dar vieno ateities reguliavimo sverto. Nenuostabu, kad pasitikėjimas vyriausybe ir visuomeninėmis institucijomis atitinkamai sumažėja[1].

Infliacija padidina vyriausybės pajamas palyginti su išlaidomis. Viena iš priežasčių ta, kad dalis mokesčių sistemos yra taikoma nominaliems dydžiams, taigi nominalus, o ne realus pelnas yra apmokestinamas. Vadinasi, jeigu kas nors nusiperka akcijų už 1000 dolerių, kai kainų indeksas 100, ir parduoda jas už 2000 dolerių, kai kainų indeksas 200, tai yra apmokestinamas netikras 100 dolerių pelnas. Skolintojai irgi apmokestinami už netikras palūkanų įplaukas, nes infliacija padidina ne realiąją, o nominaliąją palūkanų normą[2]. Antra, vyriausybė yra didžiausias skolininkas ekonomikoje. Dėl infliacijos krinta reali vyriausybės skolos ir palūkanų išmokų vertė.

Trečia, esant infliacijai, vyriausybė turi pajamų ir iš teisės leisti pinigus (senjoražo). Kitais žodžiais tariant, vyriausybė, kaip pinigų ir bankinių rezervų tiekėjas, turi pelno, kai tik pinigų paklausa padidėja. Ji gali pagaminti dolerio banknotą už centus, o mainais už tai gauna vieno dolerio vertės prekių ir paslaugų[3]. Panašiai elgiasi bankai; jie perduoda FRS (ir tuo pačiu netiesiogiai Iždui) 1 mln. dolerių vertės vertybinių popierių, kai FRS suteikia jiems 1 mln. dolerių rezervų. Net kai infliacijos nėra, vyriausybė

---

[1] Executive Office of the President. Economic Report of the President. Washington, D. C., 1979, p. 7.

[2] Iš dalies ši blogybė kompensuojama tuo, kad daugelis skolininkų gali traktuoti palūkanų išmokas kaip atskaitymus iš bendrųjų pajamų.

[3] Bankams reikia daugiau pinigų. FRS duoda jiems pinigų, bet debituoja jų rezervų sąskaitas. Jei FRS siekia atkurti ankstesnį rezervų lygį, ji tada perka atvirojoje rinkoje. Kai ji perka vertybinius popierius, tai padidina savo ateities pelną, kuris vėliau perduodamas Iždui. (Jei FRS nori sureguliuoti federalinių fondų palūkanų normą, tai irgi perka atvirojoje rinkoje, kad sumažintų padidėjusią pinigų paklausą ir pakeltų federalinių fondų palūkanų normą.)

iš to turi naudos. Bet kuo didesnė infliacija, tuo didesnė nominaliųjų pinigų paklausa ir tuo daugiau vyriausybė pasipelno iš teisės leisti pinigus. Vadinasi, infliacijai padidėjus 3 procentais per metus, vyriausybė iš teisės leisti pinigus užsidirba papildomai apie 8 mlrd. dolerių.

Tinkamas valiutos kursas

Nuo 1982 m. iki 1985 m. dolerio vertė labai pakilo palyginti su kitomis valiutomis. Tai suteikė Amerikos turistams daug džiaugsmo ir (o tai dar svarbiau) užsienio prekių kainų doleriais sumažėjimas sumažino infliaciją Jungtinėse Amerikos Valstijose. Tačiau tai labai pakenkė daugeliui pramonės šakų, kurios priklausė nuo eksporto arba konkuravo su importu. Dėl tos priežasties kai kurios vidurio vakarų ir rytų valstijos, kur buvo plėtojama plieną naudojanti gamyba, labai nukentėjo.

Prieš tai, antrojoje 8 dešimtmečio pusėje, doleris buvo kritęs, ir dėl to buvo paaštrėjusi infliacija. Mes atidedame valiutos kurso politikos ypatumų svarstymą iki V dalies, tačiau turėtų būti aišku, kad nė viena iš paminėtų situacijų nėra pageidaujama.

Ekonomikos kilimas

Šiuo metu labai susirūpinta tuo, kad dabartinis ekonomikos kilimo procentas yra mažas. Toks menkas augimas priklauso nuo daugelio veiksnių, kurių didžiosios dalies FRS nekontroliuoja, bet vieną labai svarbų ekonomikos augimo rodiklį — investicijas — FRS gali paveikti. Aukštesnis investicijų procentas ne tik reiškia, kad vienam darbuotojui tenka didesnė kapitalo dalis, bet rodo ir techninę pažangą, nes inovacijos dažnai įkūnijamos naujuose įrengimuose. Pavyzdžiui, naujos mašinos išradimas tol nedidina našumo, kol firmos neinvestuoja lėšų tokioms mašinoms įrengti.

Vienas iš investicijų didinimo būdų — palaikyti gana žemą realiąją palūkanų normą. Tačiau palūkanos neišvengiamai didėja, ir tam, kad infliacija būtų sustabdyta, be šios politikos, reikėtų vykdyti griežtą iždo politiką, t. y. išlaikyti teigiamą valstybės biudžeto balansą arba, konkrečiau tariant, — nedidelį deficitą. Tai, žinoma, priklauso nuo Kongreso ir vyriausybės, ir FRS negali to kontroliuoti.

PAVOJAI

Siekdama savo tikslų, FRS susiduria su tam tikrais pavojais, varžančiais jos veiksmus. Čia apibūdinsime keturis iš jų.

Kelio užkirtimas finansinei panikai

Finansinė panika ir paprastai ją lydintis ekonomikos nuosmukis sukelia didelį nedarbą. Todėl galima sakyti, kad kelio užkirtimas finansinei panikai — tai didelio užimtumo tikslo dalis. Tačiau neleisti kilti finansinei panikai yra esminis FRS rūpestis, todėl tai reikia specialiai aptarti.

Prieš II pasaulinį karą finansinė panika buvo retas, bet reikšmingas įvykis Amerikos ekonomikos istorijoje. Kartais, dažniausiai dėl intensyvių spekuliacijų biržose, akcijų ir pagrindinių prekių kainos pakildavo, o po to staiga nukrisdavo. Tie, kurie įsigijo tokį turtą už kreditus, dabar turėjo parduoti jį, kad susimokėtų kreditoriams, kurie, sumažėjus užstatų vertei, nenorėjo pratęsti kreditų. Jei kurie nors skolininkai bankrutuodavo ir negalėdavo sumokėti skolų, tai kai kurie jų kreditoriai taip pat galėjo žlugti. Tarp tų kreditorių buvo bankai, todėl masiški bankų bankrotai arba tai, kad bankai kurį laiką nepajėgdavo atlyginti indėlių pinigais, dažnai sukeldavo finansinės panikos požymius. Ir kitų priežasčių nulemti bankų bankrotai dažniau nei vertybinių popierių kainų kritimas sukeldavo finansinę paniką.

Pagrindinė FRS įkūrimo priežastis buvo viltis, kad FRS padės išvengti finansinių panikų. Bet 4 dešimtmečio pradžioje pasirodė, kad ši viltis nepasitvirtino; 1930, 1931 ir 1933 metais bankai masiškai bankrutavo. Nuo tada FRS manė, kad jos pagrindinė funkcija yra užkirsti kelią finansinėms panikoms. Tai nėra einamasis kiekvienos dienos tikslas, kaip, pavyzdžiui, didelio užimtumo ar kainų stabilumo siekimas, nes finansinės panikos situacijos susidaro retai. Tačiau, kai taip atsitinka, svarbiausia FRS pareiga yra užkirsti tam kelią. Kai kyla realesnė ar ne taip reali finansinės panikos grėsmė, FRS keičia ribojimų politiką. Tada ji yra visiškai priešinga negu iki tol vykdyta, ir FRS rezervai per atvirosios rinkos operacijas pasidaro lengvai prieinami. Gali būti paskelbta, kad FRS skolins bankams diskonto būdu. Be to, ji gali neoficialiai priversti bankus pratęsti išduotas paskolas, kad nestiprėtų finansinė panika. Kaip tik taip FRS pasielgė po Juodojo pirmadienio (1987 m. spalio 19 d.), kai akcijų kainų Dau Džonso (Dow Jones) indeksas per dieną nukrito 22 procentais. Nenuostabu, kad tą antradienį bankai norėjo pranešti savo akcijų brokeriams bei kitiems skolininkams Volstryte, kad reikalaujama grąžinti paskolas; toks bankų žingsnis būtų „užšaldęs" finansines rinkas ir sukėlęs finansinę paniką. Staigus FRS įsikišimas išlaikė rinkas aktyvias tol, kol jos atsigavo.

Stabilios palūkanų normos

Tradicinė FRS politika — tai gana stabilių palūkanų normų palaikymas. Iš tiesų FRS buvo įsteigta daugiausia tam, kad padėtų išvengti didelio palūkanų normų svyravimo. FRS dėl kelių priežasčių stengiasi užkirsti kelią didelio palūkanų normų svyravimo pavojui. Viena jų yra tai, kad finansinė

rinka veikia daug efektyviau, kai palūkanų normos stabilios. Kai kurie dyleriai, pavyzdžiui, vyriausybės vertybinių popierių dyleriai, laiko savo finansinių įstaigų vertybinių popierių atsargas, kurios yra gana didelės, lyginant su jų kapitalu. Taigi, jei palūkanų normos staiga kyla, tai dėl mažėjančios jų vertybinių popierių paketo vertės jie gali prarasti didelę savo kapitalo dalį. O jeigu palūkanų normos staiga krinta, jie turėtų gauti didelius pelnus. Tačiau vienoda didelio pelno ir didelių nuostolių galimybė nereiškia, kad yra vienoda jų tikimybė. Taip yra iš dalies dėl to, kad žmonės nėra linkę rizikuoti, o iš dalies dėl to, kad, jei nuostoliai tokie dideli, jog firma bankrutuoja, tai sukelia ir antrinių nuostolių. Tada tenka išparduoti turtą dalimis, o visų tų dalių bendra vertė daug mažesnė už veikiančios firmos vertę.

Be to, kaip esame aptarę I dalyje, staiga kylančios palūkanų normos gali sukelti rimtų nemalonumų indėlius priimančioms įstaigoms, kurios turi daug ilgalaikių paskolų, išduotų žemesnėmis palūkanomis. Tai taip pat apsunkina silpnos ekonomikos šalių skolininkių padėtį. Dėl pavojaus, kurį sukelia silpnos ekonomikos šalių skolos tiek pačioms šalims, tiek kreditorių bankams, FRS vargu ar gali likti abejinga staigiems palūkanų normų pokyčiams. Todėl aukštų palūkanų normų poveikis silpnos ekonomikos šalių skolininkams tikriausiai ir buvo pagrindinė priežastis, dėl kurios FRS 1982 m. pakeitė savo griežtą ribojamąją politiką.

Be to, nestabilios palūkanų normos sukelia užsienio valiutų kursų svyravimus. Jei palūkanų normos kyla Jungtinėse Valstijose, užsieniečiai nori pirkti dolerių ir už juos įsigyti JAV vertybinių popierių, o amerikiečiams reikia mažiau užsienio šalių vertybinių popierių, ir todėl sumažėja dolerių pasiūla. Dėl didesnės dolerių paklausos ir mažesnės pasiūlos užsienio valiutų rinkoje pakyla dolerio kursas. Trumpai tariant, tokie nepageidautini valiutų kursų svyravimai sudaro keblumų tiek JAV, tiek kitų šalių ekonomikai, ir tų šalių centriniai bankai irgi būna nepatenkinti FRS.

Be to, visuomenė priešinasi dideliems svyravimams, tiksliau sakant, smarkiam palūkanų normų didėjimui. Debitoriai savo interesus gina daug garsiau nei kreditoriai, todėl, kai palūkanos kyla, Kongresas atsisuka prieš FRS.

FRS yra turėjusi ir neigiamos patirties, susijusios su smarkiai svyruojančiomis palūkanų normomis. Nuo 1979 m. iki 1982 m. rudens FRS labai mažai padarė, kad būtų stabilizuotos palūkanų normos, nes ji tuomet daugiau stengėsi stabilizuoti pinigų kiekio didėjimą. 25 skyriuje dar paaiškinsime, kodėl smarkiai kintančių palūkanų normų reguliavimo priemonės buvo nelabai veiksmingos. FRS veiksmų pasekmė buvo ne tik nestabilios palūkanų normos, bet ir netolygus pinigų kiekio didėjimas.

Čia išvardyti pavojai, FRS manymu, yra pakankamos priežastys, dėl kurių reikėtų išlaikyti palūkanų normas gana stabilias; tačiau tai nebūtinai reiškia, kad palūkanų normų stabilizavimas yra teisinga politika. Palūkanų normos gali būti tokio dydžio, kuris atitinka pinigų pasiūlą ir paklausą. To-

dėl, kai FRS nori palaikyti stabilias palūkanų normas, ji turi, pakitus pinigų paklausai, keisti pinigų pasiūlą. Bet kadangi pinigų paklausa greičiau didėja ekonomikos kilimo, o ne nuosmukio laikotarpiu, palūkanų normų stabilizavimo politika reiškia, kad FRS gali leisti pinigų pasiūlai greičiau didėti ekonomikos kilimo laikotarpiu, o tai gali padidinti ekonomikos svyravimus. To ne visada reikia. Esmė yra ta, kad FRS galėtų sustabdyti staigius palūkanų normų svyravimus ir sudarytų galimybę kilimo laikotarpiu palūkanų normoms didėti lėčiau ir tolygiau. Tačiau daugelis ekonomistų abejoja, ar FRS yra pajėgi tai padaryti.

Ribojamosios politikos naštos padalijimas

23 skyriuje dar kalbėsime apie tai, kad vienos ūkio sritys labiau nukenčia nuo ribojamosios politikos, — kitos — mažiau. Šiuo metu labiausiai kenčia gaminančios eksportui ir su importu konkuruojančios pramonės šakos. Labiausiai dėl ribojamosios politikos jau yra nukentėjusi ir šiuo metu dar sunkiai verčiasi vietinė statybos pramonė. Žmonėms gali atrodyti, kad neteisinga yra užkrauti ribojamosios politikos naštą kelioms pramonės šakoms. Be to, tai neefektyvu. Ribojamoji politika siekia sumažinti išteklių paklausą tuo laikotarpiu, kai ta paklausa yra per didelė, ir skatina infliaciją. Jeigu dėl ribojimų politikos atpalaiduoti ištekliai yra sutelkiami keliose pramonės šakose ar keliose srityse, tai ne ką tepadės mažinti infliaciją tose ūkio srityse, kur padėtis sunkiausia. Pavyzdžiui, darbininkai, netekę darbo Detroite dėl to, kad ribojamoji politika padidino dolerio kainą ir užsienio automobiliai atpigo, nedaro poveikio Bostono darbo jėgai — nesumažina per didelės darbo jėgos paklausos tame mieste. Taip yra ir su statybininkais; kadangi statybos yra gerai apmokama šaka, netekę darbo statybininkai nėra linkę konkuruoti dėl kito, mažiau apmokamo, darbo.

Užsienio investitorių pasitikėjimo išlaikymas

Dar vienas dalykas varžo FRS politiką — ji turi paisyti pastaraisiais metais padidėjusių užsienio investicijų Jungtinėse Amerikos Valstijose. 1985–1987 m. kapitalo įplaukos sudarė vieną ketvirtadalį bendrųjų vidaus santaupų. Todėl FRS turi rūpintis tuo, kaip užsienio investitoriai reaguos į jos politikos pokyčius bei kitus įvykius.

Ši problema kartais pernelyg išpučiama: tarkim, sakoma, kad užsienio investitoriai bijos, jog jų turto Jungtinėse Amerikos Valstijose vertė sumažėsianti, ir jie tada atsiimsią savo kapitalą. Tai netiesa. Visi investitoriai negali atsiimti savo kapitalo iš JAV. Žinoma, kai kurie investitoriai gali parduoti už dolerius savo turtą, investuotą JAV, ir tada parduoti dolerius valiutų rinkoje. Bet kai jie išsikeis dolerius į savo valiutą, kas nors kitas

šiuos dolerius įsigis. Kadangi pirmiausia užsieniečiai įsigyja užsienio valiutų, tai šis užsienio valiutos pirkėjas greičiausiai būtų irgi užsienietis, todėl neto JAV dolerių atsargos užsienyje nepakistų[4].

Tačiau, nors investitoriai negali visi kartu parduoti savo dolerių, yra ir kita bėda. Sakykim, užsienio investitoriai staiga įtaria, kad valiutų rinkoje dolerio kaina kris. Tada jie parduoda JAV įgytas akcijas ir obligacijas ir po to mėgina nusipirkti savo valiutos. Atsitinka du dalykai: krinta akcijų ir obligacijų, taip pat dolerio kainos, nes padidėja dolerių pasiūla valiutų rinkoje. Dėl pirmos priežasties sumažėja pelnai ir padidėja finansinių investicijų išlaidos, o tai gali pastūmėti ekonomiką į nuosmukį. Kita vertus, dolerio nuvertėjimas didina importo kainas taigi ir infliacijos lygį. Kad išvengtų šių pavojų, FRS gali imtis veiksmų (kitais atvejais tokių nebūtų ėmusis), kuriais vėl pritrauks užsienio investitorius. Pavyzdžiui, ji gali imtis dar labiau ribojančios politikos, kad vėl įtikintų užsienio investitorius, jog bus užkirstas kelias didėjančiai infliacijai, kuri galėtų sukelti dolerio kainos kritimą valiutų rinkoje.

Taigi FRS veikimo laisvę varžo būtinybė užkirsti kelią keliems pavojams — finansinei panikai, per dideliam palūkanų normų svyravimui, per didelių ribojimų politikai, galinčiai užgulti pernelyg didele našta kai kurias pramonės šakas, užsienio investitorių nepasitikėjimui. Pirmieji du pavojai yra svarbesni, nors ir kiti tam tikrais momentais gali pasidaryti svarbūs. Tačiau šie pavojai nėra vieninteliai sunkumai, su kuriais FRS susiduria, siekdama savo tikslų. Kita svarbi problema yra tai, kad tikslai ne visada atitinka vienas kitą ir todėl konfliktuoja vienas su kitu.

KONFLIKTAI TARP TIKSLŲ

FRS turi įvairių tikslų. Ar jie dera vienas su kitu, t. y., ar siekdama vieno iš jų, FRS kartu siekia ir kitų tikslų, ar jie konfliktuoja, ir todėl FRS turi rinktis kurį nors iš jų? Aptarkime viską iš eilės.

Kadangi ilgesnį laikotarpį atspindinti Filipso kreivė yra vertikali, per tą ilgesnį laiką esminių neatitikimų tarp nedarbo ir infliacijos negalima pastebėti. Tačiau trumpo laikotarpio Filipso kreivė rodo tokią galimybę, nebent visuomenė gerai žino, ko siekia FRS, o kainos ir darbo užmokestis yra labai lankstūs.

Noras susikoncentruoti į trumpą laikotarpį ir, užuot siekus kainų stabilumo ar mažesnės infliacijos (o tai dažnesnis atvejis), siekti sumažinti nedarbą greičiausiai reiškiasi taip. FRS operacijų atvirojoje rinkoje komite-

[4] Kas atsitiks, jei jis parduos dolerius JAV gyventojui — ar tada nesumažės neto dolerių atsargos užsienyje? Ne, kadangi JAV gyventojas gali pirkti iš jo dolerius tik vienu būdu — mokėdamas jo valiuta. Taigi yra sumažinamos JAV užsienio valiutos atsargos, o tai tik subalansuoja JAV valiutos atsargų užsienyje sumažėjimą, ir neto užsienio valiutos atsargos JAV nepakinta.

tas daro sprendimus neapibrėžtomis sąlygomis. Jis turi nuspręsti, ar tuo metu, kai jo politika taps efektyvi, visuminė paklausa bus per didelė ar per maža. Jeigu labai stengiamasi sumažinti nedarbą, tai dažniausiai suklystama — daroma netiksli prielaida, kad visuminė paklausa ateityje bus nepakankama. Padarius tokią prielaidą, imamasi plėtros politikos. Po to kurį laiką paklausa iš tiesų bus nepakankama, ir tokia politika bus teisinga. Tačiau dažnai visuminė paklausa ne tiek sumažėja, kaip buvo prognozuota, ir dėl plėtros politikos atsiradusi papildoma paklausa pasidaro infliacinė.

Antrasis užimtumo ir kainų stabilumo tikslų konfliktavimo atvejis — FRS reakcija į pasiūlos šokus. Tarkime, kad dėl pasiūlos šoko padidėjus kainoms, FRS išleidžia papildomų pinigų, kad būtų išlaikytas balansas. Tai apsaugo nuo didelio nedarbo, kurio kitaip nebūtų išvengta. Tačiau kainos padidėja. Trečiasis užimtumo ir kainų stabilumo tikslų konfliktas susidaro dėl valiutos kursų. Sumažinusi dolerio kursą, FRS skatina eksportuojančias ir konkuruojančias su importu pramonės šakas. Tačiau tokia politika yra infliacinė.

Kitas tikslas — tinkamas valiutos kursas — trumpą laikotarpį konfliktuoja su dideliu užimtumu ir stabiliomis kainomis taip: žemesnis valiutos kursas padidintų užimtumą, o aukštesnis sumažintų infliaciją. Taigi, jei FRS nori sumažinti nedarbą, ji turi numušti valiutos kursą iki žemesnio kaip normalus lygio, o jei nori sumažinti infliaciją, turi padaryti valiutos kursą aukštesnį negu normalus. Bet, tarkime, FRS tiktai nori, kad valiutos kursas nedidintų nei nedarbo, nei infliacijos. Tada, laikantis tinkamo valiutos kurso, t. y. tokio, kuris teisingai atspindi dolerio ir kitų užsienio valiutų perkamosios galios santykį, nėra konflikto su kitais dviem tikslais.

Didelio užimtumo ir ekonomikos kilimo tikslai nekonfliktuoja. Didelis užimtumas skatina ekonomikos kilimą. Kai firmos veikia tokiu pajėgumu, koks būtų tinkamas didelio užimtumo sąlygomis, jos labiau suinteresuotos investuoti į plečiamą gamybą, negu tada, kai jų pajėgumai per dideli.

Daug sudėtingesnis ryšys yra tarp ekonomikos kilimo ir kainų stabilumo tikslų. Jie konfliktuoja trumpą laikotarpį. Tada pernelyg nukreiptos į plėtrą ir todėl keliančios infliaciją politikos veiksmais galima pasiekti, kad ekonomika sparčiau augtų. Tai pasiekiama taip: 1) pasistengiama, kad daugeliui firmų trūktų pajėgumų ir todėl jos imtų investuoti, 2) laikinai sumažinamas nedarbas ir 3) turbūt didinamas darbuotojų skaičius. Tačiau infliacija mažina ir efektyvumą ir per ilgesnį laiką turbūt mažina investavimus. Todėl per ilgesnį laiką spartus ekonomikos augimas ir žemas infliacijos lygis papildo vienas kitą, o ne konfliktuoja.

KĄ FRS TURĖTŲ DARYTI?

Per ilgesnį laikotarpį FRS tikslai nekonfliktuoja, ir todėl ji gali siekti jų visų tuo pat metu. Tačiau per trumpą laikotarpį yra susikirtimų. Plėtros po-

litika, kuri laikinai sumažina nedarbą, padidina infliaciją. Infliacija trumpą laiką spartina ekonomikos kilimą, bet per ilgesnį laiką jis sulėtėja. Lengva pasakyti, kad FRS turėtų būti toliaregė ir mėginti gerinti ekonomines sąlygas ilgą laikotarpį. Taip, tai lengva pasakyti abstrakčiai, bet ar jūs taip elgtumėtės, jeigu pirmininkautumėte Valdytojų taryboje? Tarkime, kad turėjome ekonomikos nuosmukį su 8 procentų nedarbu. Ar nenorėtumėte pasakyti: „Šios dienos problemas spręskime šiandien?" Gal jūs sau galėtumėte pasakyti: „Taip, aš žinau, kad plėtros politika tik laikinai sumažins nedarbą ir greičiausiai vėliau padidins infliaciją; bet mes nežinome, kas atsitiks ateityje, tai kodėl nepadarius šiuo metu to, kas galima, kad sumažėtų nedarbo sukeltas skurdas?" Net jeigu jūs taip ir nepagalvotumėte, o sukoncentruotumėte dėmesį į ilgą laikotarpį, nei prezidentas, nei Kongresas negalėtų pažiūrėti taip toli į ateitį, ir todėl būtumėte priverstas daugiausia dėmesio kreipti į trumpą laikotarpį. Tai nereiškia, kad politikai yra kvaili ar savanaudžiai, tai tik reiškia, kad jie paiso visuomenės norų.

Kai kurie ekonomistai tiki, kad norėdamas sustabdyti tokią trumparegę politiką, Kongresas turėtų FRS kelti tik vieną tikslą — rūpintis tvirtomis kainomis, arba, realiai žiūrint, infliacija. Tačiau kiti ekonomistai prieštarauja ir sako, kad tai neleistų FRS naudoti pasiūlos šoko nedarbo reguliavimui, neduotų galimybės tinkamai reaguoti į didelius nuosmukius, per kuriuos pateisinami tam tikri praradimai, siekiant ilgalaikės naudos. Be to, kaip bendrą principą, jie kelia mintį, jog negalima FRS surišti rankų. Jie teigia, kad FRS turi būti patikėta pačiai spręsti, taikantis prie kintančių sąlygų.

KĄ FRS DARO?

Ką FRS iš tikrųjų daro? Kaip ji vertina kiekvieną iš savo tikslų? Deja, tai sunku nustatyti. FRS neskelbia pranešimų, atskleidžiančių, kokios yra jos įvairių tikslų alternatyvos, nesako mums, kurį iš tikslų ji laiko svarbiausiu[5]. Net atvirkščiai, ji nėra linkusi parodyti trumpalaikių konfliktų tarp siekiamų tikslų ir kartais teigia, kad reikia pasiekti vieną kurį tikslą, kad galima būtų siekti kitų tikslų. Toks nenoras atskleisti savo pasirinkimo nestebina. Jei FRS pasakytų, kad atsisako vieno tikslo dėl kitų, tai šio tikslo šalininkai reaguotų priešiškai ir galėtų sudaryti sąjungą, kuri sumažintų FRS savarankiškumą. Tačiau konflikto tarp tikslų nenorima matyti tikriausiai ne dėl to, kad tai politiškai netikslinga. Tas, kuris balsuoja už ribojamąją politiką, turbūt jaučiasi nelabai jaukiai, nes žino, kad tai sukels nemažą nedarbą, o tuo pačiu ir padidins skurdą; ypač nejauku, jei dar neaišku, ar šios

[5] Kai kurie ekonomistai mėgino FRS elgesį paaiškinti regresine lygtimi, kurioje priklausomas kintamasis yra tam tikri FRS veiksmų (pvz., ekonominio augimo tempas) rodikliai, o nepriklausomi kintamieji yra nedarbo, infliacijos rodikliai ir mokėjimų balansas. Bet tokiu būdu gauti rezultatai labai priklauso nuo to, kokios buvo veiksmų detalės.

ribojimų politikos tikrai reikia. Daug paprasčiau manyti, kad ribojamoji politika reikalinga infliacijai apriboti ir išvengti dar didesnio nedarbo, kurį sukeltų infliacija.

FRS nenoras skelbti savo tikslų padeda jai išlaikyti gerą reputaciją. Apkaltinta, kad nesistengia siekti kurio nors tikslo, FRS gali nurodyti kitą tikslą, kurio siekiama gal dėl kitų priežasčių, mažai susijusių su pinigų politika. Nustatyti, kokias FRS turi tikslų alternatyvas, nelengva ne vien dėl to, kad FRS nenori jų atskleisti, bet ir dėl to, kad tos alternatyvos tikriausiai kartkarčiais kinta. Tikslai, kuriuos Valdytojų tarybos pirmininkas laiko labai svarbiais, daug lemiančiais, gali pasikeisti išrinkus naują pirmininką. Be to, FRS stengiasi atsižvelgti į prezidento keliamus tikslus ir apskritai jai turi įtakos politinių pažiūrų pokyčiai. Pavyzdžiui, 8 dešimtmečio pabaigoje atsiradęs dviženklis infliacijos procentas galiausiai nulėmė tvirtą visuomeninę nuostatą, kad infliacija turi būti pažabota. Tai leido FRS užimti dar griežtesnę poziciją. Viską apibendrinus, atrodo, kad 6 dešimtmetyje FRS buvo palyginti labiau susirūpinusi stabiliomis kainomis, o 8 dešimtmečio pradžioje ir viduryje ėmė labiau domėtis užimtumo klausimais. 9 dešimtmetyje vėl buvo grįžta prie infliacijos kontrolės.

Pinigų ir iždo politikos koordinavimas

Pinigų ir iždo politikos tikslai susikerta, nes vieni ir kiti yra makroekonomikos stabilizavimo priemonės. Todėl kyla klausimas, ar sprendžiant stabilizavimo uždavinį glima varyti ir iždo politiką, ir pinigų politiką. O gal iždo politika prieštarauja pinigų politikai?

Žinoma, iždo politika galėtų paremti pinigų politiką taip: perimti dalį abiem bendro stabilizavimo uždavinio; tada pinigų politika galėtų būti ne tokia intensyvi. Padidinus mokesčius arba sumažinus išlaidas, kai visuminė paklausa per didelė, pinigų politika, stabdanti nepageidaujamą infliaciją, gali būti ne tokia griežta.

Ar galima priversti pinigų ir iždo politikas pasidalyti tą naštą taip, kad būtų išnaudoti tam tikri vienos ir kitos privalumai? Vienas būdas yra pasinaudoti tuo, kad jas galima taikyti skirtingu laiku. Kol Kongrese nepriimtas nutarimas, mokesčių ir vyriausybės išlaidų pakeitimai užims daug laiko. Kita vertus, FRS gali sparčiai keisti pinigų politiką. Tačiau svarbu ne tik tai, kiek užtruks politikos pakeitimas, bet ir per kiek laiko pakeistoji politika pradės veikti pajamas. Kai atsižvelgiama į šį poveikio vėlavimą, pasidaro nebe taip aišku, ar pinigų politika tikrai greičiau veikia negu iždo politika.

Dar viena galimybė — tai iždo politikos veiksmais sumažinti nuostolius, susidariusius vienoje ar kitoje ūkio šakoje dėl ribojamosios politikos. Taigi laikotarpiais, kai staigiai kyla palūkanų normos, viena iš iždo politikos priemonių — paskolų suteikimas per valstybines kredito agentūras —

būdavo naudojama tam, kad nebankinėms kredito institucijoms būtų pateikta papildomų lėšų.

Tačiau, apskritai paėmus, iždo ir pinigų politikų jungimo idėja stringa dėl to, kad vyriausybė iždo ir išlaidų politikų nenaudoja kaip anticiklinio reguliavimo priemonių. Vyriausybės išlaidos dažniau didėja tada, kai jaučiamas papildomas valstybės teikiamų paslaugų poreikis. Mokesčiai didinami pirmiausia dėl vyriausybės išlaidų didėjimo, o mažinami dėl to, kad visuomenė yra nualinta didelių mokesčių. Anticiklinio reguliavimo motyvai iždo politikoje palyginti nėra svarbūs.

Valstybės biudžeto ribotumas

Iždo ir pinigų politikos yra labai susijusios. Valstybė, kaip ir bet koks ekonominis subjektas, turi ribotą biudžetą. Iždas turi finansuoti jos išlaidas arba iš savo pajamų, arba skolindamasis iš ko nors. Tačiau valstybės, kitaip negu kitų ekonomikos subjektų, padėtis yra iš tikrųjų išimtinė. Ji gali skolintis iš savęs pačios, t. y. iš FRS. Kai Iždas parduoda visuomenei vertybinius popierius, FRS gali tuo pačiu metu pirkti iš visuomenės vertybinius popierius, kad visuomenėje esančių valstybės vertybinių popierių atsargos nepadidėtų. Faktiškai FRS „skolina“ Iždui. Bet tokia išimtinė padėtis turi ir neigiamybę. Kai FRS perka valstybės vertybinius popierius, ji papildo bankų rezervus ir dėl to padidėja pinigų kiekis. Šis procesas vadinamas skolos vertimu pinigais ir, žinoma, jis yra infliacinis.

Ar FRS paverčia pinigais federalinės skolos padidėjimą? Vienas iš jos vartotų (gal ir tebevartojamų) būdų — mėginimas stabilizuoti palūkanų normas. Kai Iždas parduoda daugiau vertybinių popierių, palūkanų normos kyla, o jeigu FRS nori stabilizuoti palūkanų normas, ji valstybės vertybinius popierius perka atvirojoje rinkoje. Tai padidina pinigų pasiūlą. Beveik aišku, kad be šio netiesioginio būdo — palūkanų normos stabilizavimo — tada, kai iždo deficitas buvo padidėjęs, FRS didesniais pirkimais atvirojoje rinkoje pavertė pinigais dalį parduotų iždo vertybinių popierių.

Ar FRS paverčia pinigais deficitus, ar ne, bet yra aišku, kad bent jau tais laikotarpiais, kai infliacija sukelia sunkumų, didelis deficitas komplikuoja FRS užduotį. Taigi nenuostabu, kad FRS pirmininkams patinka mokyti tiek Kongresą, tiek administraciją, kad reikia atsargesnės iždo politikos. Tokie pamokymai turi privalumų, nes daro įspūdį, kad FRS stabdo infliaciją, net jeigu ji tuo metu ir leidžia pinigų kiekiui pernelyg sparčiai didėti.

SANTRAUKA

1. FRS turi keletą tikslų — didelį užimtumą, kainų stabilumą, ekonomikos kilimą, valiutos kurso stabilumą, bankų saugojimą nuo žlugimo, palūkanų normų stabilumą, tinkamą ribojimų politikos naštos paskirstymą.
2. Nedarbas padaro neabejotinų nuostolių. Infliacija sukelia palyginti nedaug bėdų, jeigu yra tiksliai numatoma. Bet jei taip nėra, ji nulemia neefektyvias investicijas, veikia pajamų paskirstymą ir sukelia netikrumo, kontrolės praradimo jausmą.
3. Trumpą laikotarpį tarp FRS tikslų yra galimi konfliktai, bet FRS stengiasi neparodyti, kad jie reikšmingi, ir neskelbia, kokiems tikslams ji teikia pirmenybę.
4. Iždo ir pinigų politika turi tuos pačius tikslus, bet yra rimtų sunkumų juos koordinuojant. Valstybės deficitai gali būti verčiami pinigais. FRS užduotis palengvėtų, jei būtų išvengiama didelių deficitų.

PAGRINDINIAI TERMINAI

pinigų politikos tikslai	goals of monetary policy
pinigų politiką varžantys pavojai	constraints on monetary policy
konfliktai tarp tikslų	conflicts among goals
pinigų ir iždo politikų koordinavimas	coordination of monetary and fiscal policies
valstybės biudžeto ribotumas	government budget constraint

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Kokie yra FRS politikos tikslai? Įrodykite, kad kuris nors iš jų neturėtų būti laikomas svarbiu tikslu, arba įrodykite, kad reikėtų pasirinkti papildomų tikslų.
2. Kodėl FRS siekia stabilizuoti palūkanų normas?
3. Aptarkite teiginį: „Per ilgą laikotarpį FRS tikslai nekonfliktuoja".
4. Apibūdinkite, kokių keblumų FRS gali sudaryti netinkama iždo politika. Kaip manote, ar iždo politika padeda ar trukdo pinigų politikai?
5. Perskaitykite naujausią „Prezidento ekonominį pranešimą" ir išdėstykite savo nuomonę apie tiesiai pasakytas arba numanomas įvairių tikslų alternatyvas. Ar jūs sutinkate su šiomis alternatyvomis?

LITERATŪRA

G. L. Bach. Making Monetary and Fiscal Policy. Washington, D. C., Brookings Institution, 1971, p. 3–25. FRS tikslų apibūdinimas, jų evoliucijos išdėstymas.

Robert Black. The Fed's Mandate: Help or Hindrance?" — Federal Reserve Bank of Richmond. Economic Review, 70 (1984, liepa/rugpjūtis), p. 3–7. Federalinio rezervų banko prezidentas išmintingai aiškina įvairius tikslus.

Alan Blinder. Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policies. — Federal Reserve Bank of Kansas City. Monetary Policy Issues in the 1980 s. Kansas City, Mo., 1983, p. 3–34. Puikus atsakymas į nepagrįstą retoriką.

Arthur Burns. The Anguish of Central Banking. Washington, D. C., American Enterprise Institute, 1980. Buvęs FRS pirmininkas puikiai išdėsto bankininkystės problemas.

Stanley Fisher. The Benefits of Price Stability. — Federal Reserve Bank of Kansas City. Price Stability and Public Policy. Kansas City, Mo., 1984, p. 33–50. Gera trumpa apžvalga.

Mickey Levy. Factors Affecting Monetary Policy in an Era of Inflation. — Journal of Monetary Economics, 8 (1981), p. 351–373. FRS tikslų, kurie rodo, kaip FRS verčia pinigais vyriausybės skolą, statistinė analizė.

Sherman Maisel. Managing the Dollar. New York, W. W. Norton, 1973. Subtiliai kalbama apie spaudimą, su kuriuo susiduria FRS.

21
SKYRIUS

Pinigų politikos priemonės

FRS neleidžia įsakų, verčiančių firmas ir pavienius asmenis didinti arba mažinti visuminę paklausą. Ji daro kitaip — keičia bankų rezervus ir palūkanų normas, o tai skatina žmones keisti savo išlaidas. Šiame skyriuje aptariame pirmąjį šio proceso žingsnį — kokių priemonių imasi FRS, kad pakeistų bankų rezervus ir pinigų pasiūlą.

OPERACIJOS ATVIROJOJE RINKOJE

Svarbiausios pinigų politikos priemonės — operacijos atvirojoje rinkoje. Atvirosios rinkos operacijų organizavimą jau esame aptarę 8 skyriuje. Federalinis atvirosios rinkos komitetas (FARK) siunčia direktyvą Niujorko federalinio rezervų banko apskaitos vadovui ir jo kontorai, kurie praktiškai perka ir parduoda vertybinius popierius. Jie palaiko ryšius ne su visomis, o tik su nedaugeliu vertybinių popierių dylerių įstaigų — 1988 m. pradžioje jų buvo keturiasdešimt trys; kai kurios iš jų yra bankai ir kitokios įstaigos, kurios specializuojasi didmeninėje vyriausybinių vertybinių popierių prekyboje. Apskaitos kontora nuolat palaiko su jomis ryšius, teiraujasi, kokias vertybinių popierių pirkimo ir pardavimo kainas jos siūlo. Taigi ji visada žino vertybinių popierių kainą ir palūkanų normą, be to, yra gerai informuota apie pinigų rinkos situaciją; FRS tai vadina rinkos pojūčiu. FRS nieko neverčia pirkti arba parduoti vertybinius popierius; ji perka ir parduoda tokiomis kainomis, kokias jai siūlo dyleriai.

Buvęs Niujorko FRS vyresnysis pareigūnas Polis Mykas (Paul Meek) taip aprašo įsivaizduojamą atvirosios rinkos operaciją[1]:

> Antradienis prieš Padėkos dieną, beveik pusiaudienis. Vieta — Niujorko federalinio rezervų banko prekybos salė aštuntame aukšte. FRS atvirosios rinkos apskaitos vadovas padarė sprendimą. Jis liepė savo pavaduotojui už 500 mln. JAV dolerių nupirkti Jungtinių Valstijų iždo vekselių ir atsiskaityti iš karto.
>
> Sprendimas padarytas, atsakingas darbuotojas pasisuka į dešimtį tarnautojų,

[1] *Paul Meek.* Open Market Operations. New York, Federal Reserve Bank of New York, 1978, p. 1–2.

kurie yra prekybos vertybiniais popieriais tarpininkai. Jie sėdi prie telefonų aparatų, jungiančių juos su daugiau kaip 30 pirminių dylerių, kurie dirba su JAV vyriausybės vertybiniais popieriais. Atsakingasis darbuotojas sako: „Reikia sužinoti, kiek vekselių siūloma parduoti". Kiekvienas tarnautojas įpareigojamas tuoj pat paskambinti dviem trims arba keturiems dyleriams.

Džoana, Niujorko federalinio rezervų banko prekiautoja (prekybos tarpininkė), paspaudžia savo telefono mygtuką, ir suskamba vieno iš vertybinių popierių dylerių telefonas.

„Džekai, — sako Džoana, — mes norime žinoti, kiek vekselių jūs norėtumėte parduoti už grynus pinigus, apmokant iš karto".

Džekas atsako: „Palauk valandėlę". Jo firmos prekiautojai tuoj pat susisiekia su klientais ir sužino, ar jie norėtų ką nors pasiūlyti. Džekas tariasi su savo vadovu, kiek galima pasiūlyti iš pačios firmos nuosavybę sudarančių vekselių.

Po dešimties minučių Džekas paskambina: „Džoana, aš tau už grynus galiu pasiūlyti sausio 5 d. vekselių už 5 mln. dolerių su 5,85 procento, sausio 26 d. vekselių už 10 mln. dolerių su 5,90 procento, kovo 23 d. vekselių už 20 mln. dolerių su 6,05 procento, gegužės 30 d. vekselių už 30 mln. dolerių su 6,14 procento".

Džoana sako: „Ar galiu būti tikra, kad šie pasiūlymai per kelias ar keliolika minučių išliks nepakitę?" — „Žinoma".

Per kelias minutes viskas sutvarkoma. Prekybos tarpininkai užregistruoja telefonu gautus pasiūlymus ant specialių iš anksto išspausdintų kortelių. Vienas iš tarnautojų užrašo visų dylerių pasiūlymus ant aukštai įtaisyto stendo. Užrašymai rodo, kad dyleriai pasiūlė parduoti vekselių už 1,8 mlrd. dolerių grynais, t. y. su pateikimu ir apmokėjimu tą pačią dieną.

Tada tarnautojas apibrėžia raudonu pieštuku geriausius, t. y. didžiausią pelną duodančius, pasiūlymus iš kiekvienos vekselių laidos. Didelė kainų lenta, atsukta į U formos prekybos stalą, rodo tarnautojui, kokios buvo iždo vekselių kainos prieš susiskambinant. Kolega registruoja perkamų vekselių bendrą sumą. Kai apibraukiamas reikalingas kiekis, kortelės grąžinamos prekybos tarpininkams, kurie tuoj pat skambina dylerių firmoms.

Džoana sako: „Džekai, mes imsime už grynus sausio 5 d. vekselių, duodančių 5,85 procento, už 5 mln. dolerių ir gegužės 30 d., duodančių 6,14 procento, už 30 mln. dolerių; ne, ačiū, kitų nereikia".

Praėjus 45 minutėms nuo pirmojo sprendimo, telefoniniai pokalbiai buvo baigti; buvo nupirkta iždo vekselių už 523 mln. dolerių. Liko tik atlikti darbą popieriuje. Tarnautojai išrašo kvitus, pagal kuriuos Banko obligacijų departamentas priima atitinkamą kiekį vekselių ir apmoka už juos. Bankai, kurie tvarko dylerių pateiktus dokumentus — kliringą atliekantys bankai — nurodys atskaičiuoti vertybinius popierius iš registravimo knygos, rodančios jų atsargas Federalinėje rezervų sistemoje. Mainais bus krediuotos šių bankų rezervų sąskaitos Niujorko federaliniame rezervų banke.

Federaliniai rezervų kreditai dylerių bankams tuoj pat papildo JAV bankų sistemos rezervus daugiau nei 500 mln. dolerių.

FRS yra įstatymais įgaliota vadovauti atvirosios rinkos operacijoms su JAV iždo vertybiniais popieriais, Vyriausybinės nacionalinės hipotekinio kredito asociacijos vertybiniais popieriais, tam tikrais valstijų ir vietinės

valdžios vertybiniais popieriais, bankininkų akceptavimais ir pan. Daugiausia atvirosios rinkos operacijų atliekama su iždo vertybiniais popieriais, visų pirma su iždo vekseliais. FRS daugiausia užsiima iždo vekseliais, nes nori sumažinti didelius vertybinių popierių kainų svyravimus atliekant operacijas atvirojoje rinkoje. Kadangi iždo vekselių rinka yra labai didelė, galima pirkti ir parduoti didelius jų kiekius beveik nekeičiant kainos. Tačiau jei FRS norėtų parduoti tokį patį kiekį, tarkim, dvidešimties metų laikotarpio vyriausybės obligacijų, jų kainos galėtų kristi. Tai sudarytų nepagrįstus kapitalo nuostolius. Ypač nukentėtų vyriausybės vertybinių popierių dylerių įstaigos, laikančios didelį (palyginti su jų kapitalu) vertybinių popierių kiekį. FRS bijo, kad dėl to jos gali atsisakyti „daryti rinką" šiems vertybiniams popieriams, tai yra, gali daugiau nebenorėti laikyti vertybinių popierių atsargų, o tik veikti kaip brokeriai, kurie suveda pirkėjus ir pardavėjus. Tai sumažintų kapitalo rinkos efektyvumą. Todėl FRS tik retkarčiais atlieka operacijas su ilgų terminų vertybiniais popieriais, o daugiausia operuoja iždo vekseliais.

Tiesą sakant, daugelį atvirosios rinkos operacijų negalima pavadinti pardavimais ar pirkimais tikrąja tų žodžių reikšme. Daugiausia pirkimų atliekama pagal atpirkimo sutartį, t. y. pagal sutartį, kurioje pardavėjas pasižada vėl atpirksiąs vertybinius popierius iš anksto sutarta kaina ir numatytu laiku. FRS vertybiniai popieriai irgi daugiausia parduodami pagal vadinamąją atvirkštinio atpirkimo sutartį, dar dažnai vadinamą suderintu pardavimo ir pirkimo sandėriu: FRS įsipareigoja atpirkti šiuos vertybinius popierius nustatytu laiku ir nustatyta kaina. FRS naudoja tokius atpirkimus ir atvirkštinius atpirkimus, nes dauguma atvirosios rinkos pirkimų ir pardavimų daro poveikį rezervams tik labai trumpą laiką. Atpirkimų ir atvirkštinių atpirkimų sutartimis FRS tarsi leidžia rinkos subjektams suprasti, jog po šių sandėrių netrukus vyks priešingi.

Sandėrių kaita vyksta dėl to, kad didžioji dalis atvirosios rinkos operacijų yra daugiau gynybinės nei aktyvios. Aktyviosios operacijos yra tos, kuriomis FRS keičia rezervų dydį. Ir atvirkščiai, gynybines operacijas FRS atlieka tada, kai nori išlaikyti rezervus nepakitusius. Šiuo atveju ji atlieka operacijas tam, kad būtų kompensuotas rinkos veiksnių (pvz., svyruojančių rezervų ar grynųjų pinigų atsargų pasikeitimų; šie veiksniai aptariami 12 skyriuje) poveikis rezervams.

Šių rinkos veiksnių svyravimai sukelia labai didelius, bet laikinus rezervų pasikeitimus. Tam, kad pinigų rinka ir pinigų pasiūla būtų stabilizuota, FRS mėgina kompensuoti šiuos pokyčius (išskyrus atvejus, kai viskas eina ta kryptimi ir kinta tokiais dydžiais, kokių FRS siekia). FRS stengiasi prognozuoti įvairių rinkos veiksnių poveikį. Be to, remdamasi ryšiais su vyriausybės vertybinių popierių dyleriais, FRS mėgina įvertinti rinkos veiksnių visumą, pajusti pinigų rinką. Kai rinkos veiksniai papildo ar sumažina rezervus, atvirosios rinkos operacijoms dažniausiai daro poveikį federalinių fondų palūkanų normos pokyčiai. Gynybinės operacijos sudaro didelę dalį atvirosios rinkos operacijų.

Atvirosios rinkos operacijų poveikis bankų rezervams jau buvo parodytas 12 skyriuje, kai buvo kalbama apie T sąskaitas. Be to, atvirosios rinkos operacijos taip pat turi įtakos iždo vekselių ir kitoms palūkanų normoms. Kai FRS perka iždo vekselius, iždo vekselių kaina kyla, o jų palūkanų norma mažėja. Atvirosios rinkos operacijomis FRS gali nustatyti tokias iždo vekselių palūkanų normas, kokių nori, — ji paprasčiausiai perka arba parduoda iždo vekselius tol, kol jų kaina ir palūkanų norma pasidaro priimtinos. Iždo vekselių palūkanų normų pokyčiai atitinkamai veikia kitas palūkanų normas, ypač trumpų terminų.

Atvirosios rinkos operacijų privalumai

Dėl keleto priežasčių atvirosios rinkos operacijos yra svarbiausia pinigų politikos priemonė. Pirma, FRS gali pirkti arba parduoti vyriausybės vertybinius popierius tokiais kiekiais, kokiais nori. Tiek FRS, tiek visuomenė turi labai daug trumpų terminų vyriausybės vertybinių popierių. Taigi praktiškai nėra ribų atvirosios rinkos operacijų apimčiai. Ši priemonė visada yra pakankamai veiksminga. Antra, atvirosios rinkos operacijas FRS atlieka savo iniciatyva, o bankų skolinimą FRS gali tik skatinti arba slopinti, bet negali reguliuoti apimčių. Trečia, atvirosios rinkos operacijos, jeigu reikia, gali būti atliekamos pamažu, mažais žingsneliais. Todėl FRS gali tiksliai reguliuoti rezervus. Ketvirta, atvirosios rinkos operacijomis FRS reguliuoja rezervus nuolat, kai tik keičiasi federalinių fondų palūkanų norma ir kai FRS gauna naujos informacijos apie rinkos veiksnių poveikį rezervams. Ir paskutinis dalykas — atvirosios rinkos vienokias operacijas lengva pakeisti kitokiomis, priešingo pobūdžio operacijomis.

DISKONTO MECHANIZMAS

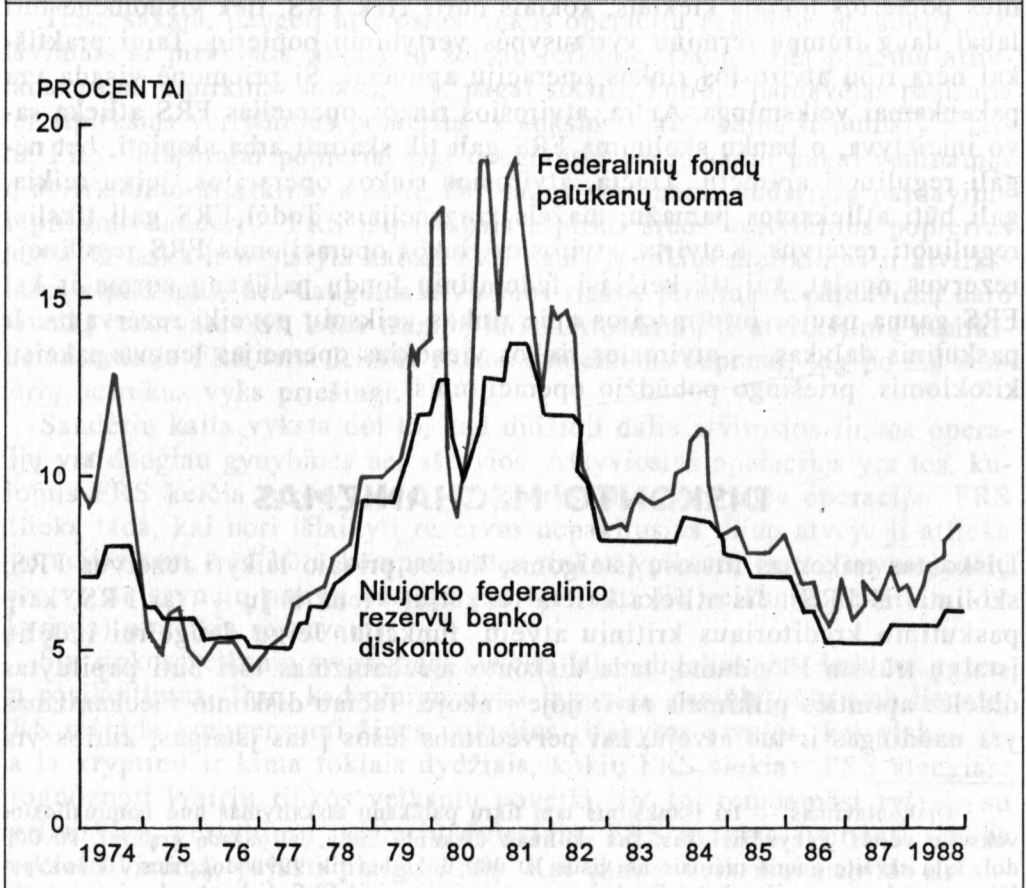
Diskontas taikomas finansų įstaigoms, kurios privalo laikyti rezervus FRS, skolintis iš FRS[2]. Jis atlieka keletą funkcijų. Viena iš jų — tai FRS, kaip paskutinio kreditoriaus kritiniu atveju, funkcija. Jeigu daugeliui indėlių įstaigų trūksta likvidumo, tada diskonto mechanizmas turi būti papildytas didelės apimties pirkimais atvirojoje rinkoje. Tačiau diskonto mechanizmas yra naudingas ir tuo atveju, kai pervedamos lėšos į tas įstaigas, kurios yra

[2] Diskontavimas — tai išankstinis tam tikrų palūkanų atskaitymas nuo nominaliosios vekselio vertės. Pavyzdžiui, tas, kas skolinasi diskonto būdu, už pažadą grąžinti, 10 000 dol. kitą savaitę gauna mainais ne visus 10 000 dol., bet tik 9990 dol., nes 10 dol. palūkanos atskaitomos iš anksto. Bankai paprastai skolinasi iš FRS diskontuodami savo vekselius (naudodami vyriausybės vertybinius popierius kaip užstatą), bet jie gali, esant tam tikroms sąlygoms, diskontuoti antrą kartą kai kuriuos vekselius, kuriuos jie buvo diskontavę savo klientams. Taigi kartais naudojamas rediskontas.

labai silpnos. Antra, diskonto mechanizmas leidžia FRS suteikti laikiną likvidumą tai įstaigai, kuri turi sunkumų (pvz., 5 skyriuje aptartas Ilinojaus Kontinentinio banko atvejis). Trečia, keisdama diskonto normą, FRS gali skatinti paskolas arba jų neskatinti, ir tai yra vienas iš būdų keisti rezervų apimtį. Ketvirta, keisdama diskonto normą, FRS informuoja rinką apie savo tikslus.

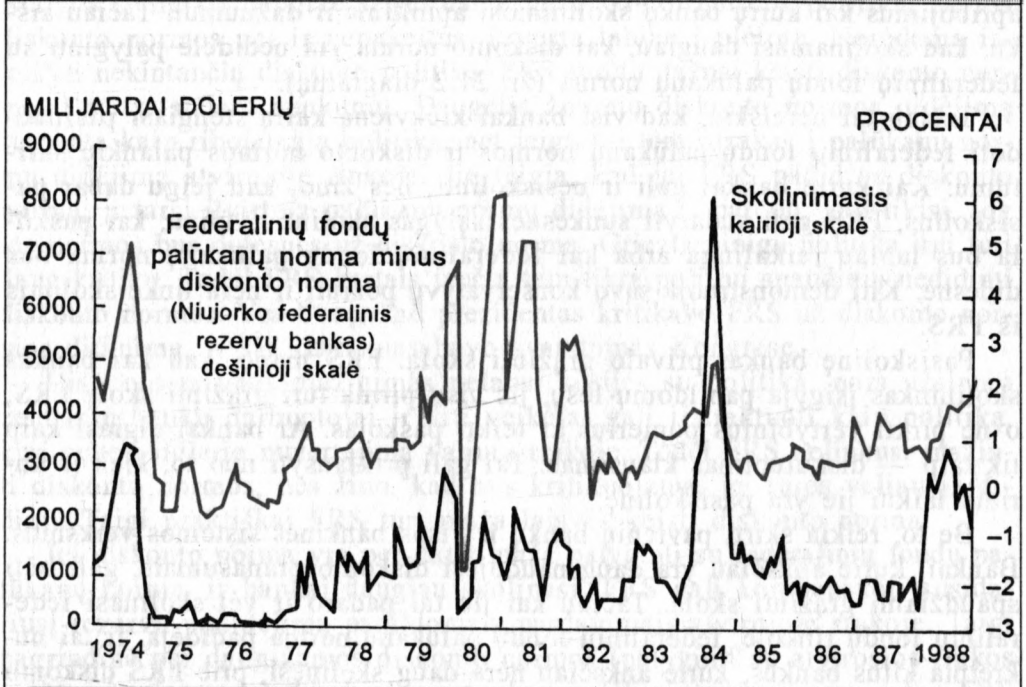
Skolinimasis gali įgyti reguliuojamojo kredito arba tęstinio kredito formą. Pirmasis, kuris apima daugelį paskolų, gali būti atliktas beveik automatiškai, dažnai telefonu. Reguliuojamuoju kreditu padedama indėlių įstaigoms, kol jos gaus kitų lėšų. Tokia pagalba reikalinga, kai šios įstaigos susiduria su staigiu likvidumo trūkumu, pavyzdžiui, kai netenka daug indėlių

21.1 diagrama. 1974–1988 m. diskonto norma ir federalinių fondų palūkanų norma. Diskonto norma paprastai (nors ne visada) yra žemesnė už federalinių fondų palūkanų normą



Šaltiniai: *Citibase*, 1989, kovas; *Federal Reserve Bulletin*, 1989, balandis, 1980, balandis, p. A7.

21.2 diagrama. Diskonto normos ir federalinių fondų palūkanų normos; jų santykio ryšys su skolinimusi. Kuo labiau federalinių fondų palūkanų norma prašoka diskonto normą, tuo daugiau bankai skolinasi. 1984 m. daugiau buvo skolinamasi dėl Ilinojaus Kontinentinio banko krizės



Šaltiniai: *Citibase*, 1989; kovas; *Federal Reserve Bulletin*, 1988, balandis, 1980, balandis, p. A7.

arba kai staiga padidėja paskolų paklausa. Reguliuojamieji kreditai — tai trumpalaikės paskolos; didieji bankai turėtų grąžinti skolą jau kitą darbo dieną. Tačiau bankai, kurių indėliai ir skolinimo aktyvumas labai priklauso nuo sezono (pavyzdžiui, bankai slidinėjimo vietovėse), gali skolintis ilgesniam laikui, kad patenkintų sezonines reikmes.

Tęstinis kreditas yra teikiamas dviem atvejais — kai indėlių įstaiga susiduria su ypač rimtais sunkumais (pavyzdžiui, ilgai trunkančiu indėlių trūkumu) ir kai didelė indėlių įstaigų grupė turi likvidumo problemų. Norinčios gauti tęstinį kreditą įstaigos turi išsamiai pagrįsti savo poreikį ir pateikti priimtiną likvidumo atkūrimo planą.

Kadangi indėlių įstaigos gali dažnai skolintis iš FRS su mažesnėmis už rinkoje vyraujančias palūkanomis (žr. 21.1 diagramą), reikia riboti tokį jų skolinimąsi. Joms neleidžiama skolintis lėšoms reinvestuoti siekiant pelno, o tik esant būtinam reikalui. FRS stengiasi, kad ši sąlyga būtų vykdoma, kruopščiai tikrina imančių paskolas įstaigų veiklą. Tačiau draudimas skolintis siekiant pelno yra miglotas ir dėl to nelengvai įvykdomas. Tarkime,

bankas perka vertybinius popierius, kad padidintų pajamas iš palūkanų, net jeigu žino, kad netrukus indėlių ims mažėti. Kai indėlių sumažėja, bankui pritrūksta rezervų, ir jis skolinasi iš FRS. Ar jis skolinasi dėl to, kad būtinai reikia, ar dėl pelno? Praktiškai FRS *gali reguliuoti* tik du dalykus — banko *paskolų dažnį* ir jų *grąžinimo terminus*. Todėl FRS įvedė atitinkamus apribojimus kai kurių bankų skolinimosi apimtims ir dažnumui. Tačiau aišku, kad skolinamasi daugiau, kai diskonto norma yra nedidelė palyginti su federalinių fondų palūkanų norma (žr. 21.2 diagramą).

Tačiau tai nereiškia, kad visi bankai kiekvieną kartą stengiasi pasinaudoti federalinių fondų palūkanų normos ir diskonto normos palankiu skirtumu. Kai kurie bankai gali ir nesiskolinti, nes žino, kad jeigu dabar pasiskolins, FRS gali sudaryti sunkesnes sąlygas skolintis vėliau, kai paskola bus labiau reikalinga arba kai federalinių fondų palūkanų norma bus didesnė. Kiti demonstruoja savo konservatyvų požiūrį ir nėra linkę skolintis iš FRS.

Pasiskolinę bankai privalo grąžinti skolą. FRS mano, kad kai bankas skolininkas įsigyja papildomų lėšų, jis visų pirma turi grąžinti skolą FRS, o ne pirkti vertybinius popierius ar teikti paskolas. Ar bankai elgiasi kaip tik taip — diskutuotinas klausimas. Tai gali priklausyti nuo to, kiek ir kuriam laikui jie yra pasiskolinę.

Be to, reikia skirti pavienių bankų ir visos bankinės sistemos veiksmus. Bankai, kurie anksčiau yra daug naudojęsi diskonto pranašumais, gali būti spaudžiami grąžinti skolą. Tačiau kai jie tai padaro ir vėl skolinasi federalinių fondų rinkoje, federalinių fondų palūkanų norma padidėja, ir tai nukreipia kitus bankus, kurie anksčiau nėra daug skolinęsi, prie FRS diskonto lango. Taigi, net jeigu FRS efektyviai kontroliuoja, kaip skolinasi vienas ar kitas bankas, visos paskolų apimties kontrolė nėra tokia efektyvi.

Ar įgijęs papildomų lėšų bankas mano, kad iš FRS gautos paskolos grąžinimas yra visų svarbiausias dalykas, ar ne, dažnai priklauso nuo banko rezervų įvertinimo tikslumo. Jei bankas jaučia stiprų spaudimą grąžinti skolą FRS, tai neskolintieji rezervai ir neskolintoji bazė geriau negu visuminiai rezervai ir visuminė bazė nusako, kaip keisis banko indėliai.

DISKONTO NORMA

FRS gali keisti palūkanų normas, kurias ji nustato įstaigoms skolininkėms[3]. Taip ji gali skatinti bankus ir taupomąsias įstaigas daugiau ar mažiau skolintis, o nuo to keičiasi rezervai. Bet į šį procesą įtrauktų rezervų dydis vi-

[3] Nors mes kalbame apie diskonto normą, iš tikrųjų yra keletas palūkanų normų, priklausančių nuo teikiamos paskolos garantijų, trukmės ir apimties. Be to, FRS taiko didesnę palūkanų normą ypatingai ilgo termino arba ypatingai didelių sumų paskoloms, kurios teikiamos tam tikromis aplinkybėmis, pavyzdžiui, kompiuterizavimo bumo atveju.

sada yra nedidelis palyginti su pokyčiais, susidariusiais dėl atvirosios rinkos operacijų.

Skatinimas skolintis gali kisti (ir kinta), net jei FRS nepakeičia diskonto normos. Kai federalinių fondų palūkanų norma kyla, sakykim, nuo 8 iki 8,5 procento, o diskonto norma pasilieka 8 procentai, bankai ir taupomosios įstaigos stengiasi daugiau skolintis. Taigi diskonto normos politika, pačios diskonto normos net ir nepakeitus, krypsta labiau į plėtotę. Norėdama išlaikyti nekintančią diskonto politiką, FRS turėtų dažnai keisti diskonto normą. Bet tai sudaro sunkumų. Daugelis žmonių diskonto normos didėjimą supranta kaip ribojamąją politiką, net jeigu tai tėra atsakas į palūkanų normų didėjimą atvirojoje rinkoje. Jie teigia, kad jei FRS padidina diskonto normą, ji tarsi įtvirtina palūkanų normų didėjimą ir parodo, kad tikisi, jog tos normos bus didesnės už diskonto normą. Griežta pinigų politika irgi turi daug kritikų. Todėl FRS kartais jaučia tam tikrą politinį spaudimą nedidinti diskonto normos. Yra buvę, kad prezidentas kritikavo FRS už diskonto normos didinimą, ir šis klausimas buvo svarstomas Kongrese.

Diskonto normos mažinimas nelabai susijęs su politika, nors užsienio centrinių bankų darbuotojai ir kiti veikėjai gali jį traktuoti kaip politiką, kuri sukels dolerio nuvertėjimą valiutų rinkoje. Todėl FRS nelinkusi mažinti diskonto normos, nes žino, kad bus kritikuojama, jei turės vėliau ją didinti. Taigi praktiškai FRS turi maža laisvės keisti diskonto normą.

Jei diskonto norma yra per daug maža palyginti su federalinių fondų palūkanų norma, ir bankai daugiau skolinasi, FRS gali kompensuoti susidariusį rezervų padidėjimą papildomais pardavimais atvirojoje rinkoje. Taigi pagrindinė per daug žemos diskonto normos (palyginti su atvirosios rinkos palūkanų normomis) pasekmė yra ta, kad indėlių įstaigos gauna pelną FRS sąskaita — skolinasi iš FRS ir skolina kitiems už didesnes palūkanas.

Paskelbimo poveikis

Be poveikio rezervams ir kartu pinigų kiekiui bei palūkanų normoms, diskonto normų pokyčiai veikia žmonių numatymą. Ne tik finansinių sluoksnių žmonės, bet ir plačioji visuomenė skaito apie tai laikraščiuose. Kai 1978 m. lapkričio mėn. prezidentas Karteris norėjo sustabdyti dolerio kritimą valiutų rinkoje ir parodyti pasauliui, kad JAV ketina imtis griežtos antiinfliacinės politikos, jis paskelbė, kad prašo FRS padidinti diskonto normą.

Kai FRS didina diskonto normą, visuomenė gali manyti, kad tai reiškia, jog FRS siekia riboti ekonominę plėtrą, ir todėl nebe taip reikia bijoti infliacijos. FRS gali mažinti visuomenės infliacinius veiksmus — pirkimo sandėrius, pagal kuriuos apmokama iš anksto, siekiant pralenkti kainų kilimą, aukštesnių atlyginimų reikalavimą, norint kompensuoti laukiamą infliaciją. Kita vertus, kai FRS sumažina diskonto normą, žmonės gali manyti, kad FRS dabar stengiasi sušvelninti ekonomikos nuosmukį. Tačiau vi-

suomenė gali reaguoti visai atvirkščiai — diskonto normos didėjimą gali laikyti ženklu, kad FRS numato infliaciją tapsiant vis rimtesne problema.

Be to, visuomenė gali diskonto normos pokytį palaikyti FRS prognozėmis ir politine pozicija net tada, kai FRS keičia diskonto normą vien dėl rinkos palūkanų normų pokyčių. Apskritai, toli gražu nėra aišku, ar paskelbimas, jog diskonto norma keičiama, duoda naudos. Kartais tai gali daugiau pakenkti negu padėti. Todėl kai kurie ekonomistai mano, kad FRS turėtų diskonto normą susieti su kuria nors atvirosios rinkos palūkanų norma, padaryti ją, sakykim, 0,25 procento didesnę už praėjusios savaitės federalinių fondų palūkanų normą. Tada diskonto normos pokyčių paskelbimas visai neturėtų poveikio.

Diskonto normos keitimas nėra vienintelė pinigų politikos priemonė, apie kurią yra informuojama visuomenė. Laikraščiuose skelbiami ir privalomųjų rezervų dydžio pakeitimai. Be to, finansų bei verslo specialistai, darantys svarbius sprendimus, yra pakankamai gudrūs ir žino, kaip vertinti atvirosios rinkos operacijas ir federalinių fondų palūkanų normos pokyčius. Didelės finansų įstaigos priima dirbti tokius ekonomistus, kurie anksčiau yra dirbę FRS, kad jie iš anksto nuspėtų, ką FRS ketina daryti ar paskelbti. FRS veiksmų sekimas ir numatymas tapo svarbia veiklos sritimi.

PRIVALOMŲJŲ REZERVŲ POKYČIAI

Kongresas yra įgaliojęs FRS keisti reikalavimus privalomiesiems rezervams plačiose ribose (žr. 6.2 lentelę). Privalomųjų rezervų normos didinimas veikia pinigų kiekį dviem būdais. Pirma, ankstesni pertekliniai bankų rezervai virsta privalomaisiais rezervais ir todėl nebegali būti naudojami indėliams didinti. Antra, rezervų norma yra vienas iš pinigų multiplikatoriaus vardiklio komponentų. Taigi rezervų normos didėjimas mažina pinigų multiplikatoriaus reikšmę, ir todėl bankai gali mažiau indėlių investuoti, nes investavimo galimybė priklauso nuo to, kiek yra perteklinių rezervų. Tai, kad FRS turi galimybę labai daug keisti privalomųjų rezervų normą, yra *potencialiai* labai *veiksminga* priemonė. Tačiau nepaisant didelių galimybių, FRS šios priemonės nevartoja, nes *operacijos atvirojoje* rinkoje *praktiškai* yra *efektyvesnės*. Turbūt praeis ne vienas dešimtmetis, kol privalomųjų rezervų reikalavimai bus pakeisti.

PASIRINKTINĖS PRIEMONĖS

Jau aptartos priemonės keičia rezervus bei palūkanų normas ir veikia visuminę paklausą, taigi ir visą ekonomiką. O pasirinktinės priemonės yra skirtos tam tikroms rinkoms, kurios, kai kurių ekonomistų nuomone, yra paly-

ginti izoliuotos nuo pinigų politikos poveikio. Šiomis priemonėmis yra sprendžiamos nerimą keliančios problemos, kad paklausa kai kur pernelyg padidėja.

Kreditai akcijų rinkai

FRS kontroliuoja, kaip naudojami kreditai biržose registruotoms ir kai kurioms neregistruotoms akcijoms pirkti. FRS yra nustačiusi privalomą pradinę įmoką, arba **maržą**, perkant akcijas, taigi yra nustačiusi kainos dalies, kuri gali būti pasiskolinta, procentines ribas. FRS gali padidinti maržą iki 100 procentų tam, kad galėtų kontroliuoti spekuliacijos sukeltą akcijų rinkos bumą. Prisiminus 1927–1929 m. situaciją, galima suprasti, kodėl 1934 m. FRS buvo suteikti tokie įgaliojimai. Tada bendras kainų lygis buvo stabilus arba truputį krito, bet akcijų rinkoje buvo nenatūralus pakilimas. FRS padėtis pasidarė kebli. Ji negalėjo tiesiogiai paveikti akcijų rinkos. Didindama diskonto normą arba atlikdama atvirosios rinkos operacijas, ji galėjo sumažinti bendrą paskolų apimtį ir taip sumažinti akcijų pirkimą už kreditus. Tačiau sparčiai kylant akcijų kainoms, tikriausiai būtų reikėję labai padidinti palūkanų normas, kad būtų paveiktas skolinimasis akcijoms pirkti. Tai būtų per daug griežtas visos ekonomikos varžymas. Jei FRS tuo metu būtų turėjusi maržos reguliavimo galimybę, ji būtų galėjusi riboti kreditus akcijų rinkai, nevaržydama visos likusios ekonomikos.

Pastaraisiais metais maržos reguliavimą darė mažiau veiksmingą ateities rinkų plėtotė, galimybė biržos dalyviams operuoti labai mažais grynųjų pinigų kiekiais.

Nors aišku, kad esant didelėms maržoms akcijų kainos mažiau svyruoja, maržos reikalavimai nebuvo svarbi politikos priemonė. Taip yra dėl to, kad pastaraisiais metais mes nebuvome susidūrę su nevaldomu akcijų rinkos didėjimu dėl per didelio spekuliavimo. Paskutinį kartą maržos reikalavimai buvo pakeisti 1974 m. — ji buvo nustatyta 50 procentų.

Vartojimo kreditai

II pasaulinio karo, Korėjos karo metais ir 1948–1949 m. FRS nustatė minimalų paskolos dydį ir maksimalią paskolos trukmę paskoloms, skirtoms pirkti asmeninio ilgalaikio vartojimo prekes. II pasaulinio karo metais FRS taip kontroliavo ir hipotekines paskolas. Vėliau, 1980 m., valdant prezidentui Karteriui, iš dalies tam, kad būtų labiau pasitikima vyriausybės pastangomis nugalėti infliaciją, FRS įvedė 15 procentų privalomųjų rezervų normą neapdraustiems vartojimo kreditams. Ar dėl šios priežasties, ar dėl su tuo susijusio skatinimo mažinti išlaidas sumažėjo kreditai, skirti asmeninio vartojimo dalykams, — daug daugiau, nei administracija buvo numačiusi.

Kadangi taip atsitiko visai prieš ekonomikos nuosmukį, vargu ar tai buvo labai naudinga. Nuo tada liovėsi galiojęs įstatymas, leidžiantis FRS tiesiogiai reguliuoti asmeninio vartojimo kreditus.

ĮKALBINĖJIMAS, MORALINIS SPAUDIMAS

Kita priemonė yra **įkalbinėjimas**. Tai paprasčiausiai reiškia, kad FRS įtikinėjimais skatina bankus ir apskritai visus finansinius sluoksnius pradėti elgtis kitaip. Kadangi FRS interesai dažnai sutampa su ilgalaikiais finansų institucijų interesais, ši kontrolės forma gali kai kada būti daug efektyvesnė nei atrodytų iš pirmo žvilgsnio. Kartais bankai jaučia, kad čia daugiau daromas spaudimas negu įkalbinėjama. Pavyzdžiui, 1965 m., kai FRS nustatė užsienio paskolų ribojimo kriterijus, kai kurie bankai (bent jau iš kai kurių pranešimų tai aiškėjo) buvo susirūpinę, kad jeigu jie nesilaikys nustatytų kriterijų, jiems gali būti sunkiau pasiskolinti iš FRS. Žinoma, ši baimė galėjo būti ir be pagrindo — iš šalies žiūrint sunku pasakyti. Tačiau 1966 m. FRS tiesiai pranešė bankams, kad daugiau nuolaidų turėsią tie bankai, kurie riboja paskolas verslui ir teikia daugiau hipotekinių paskolų. FRS vykdoma holdingo bendrovių tipo bankų veiklos kontrolė ir tai, kad FRS turi galią uždrausti planuojamus holdingo bendrovių susiliejimus su bankais, taip pat išgąsdino nepaklusnius bankus[4]. Kai kurie žmonės mano, kad FRS turi labai didelę galią, nežiūrint į tai, kad juridinis tos galios pamatas įtartinas.

Įkalbinėjimais ir moraliniu spaudimu FRS stengiasi veikti ne tik bankus, bet ir kitas finansų institucijas. Savo reguliuojamąjį uždavinį ji supranta ne tik kaip priežiūrą, kad bankai neimtų per daug rizikuoti, — FRS saugo bankus nuo didelių finansinių nesėkmių, kurios sužlugdytų juos arba sukeltų finansinę paniką. Įkalbinėjimas, moralinis spaudimas yra vienintelė priemonė, kurios FRS gali imtis šiam reikalui, nes Kongresas nesuteikė kitų įgaliojimų.

Pažiūrėkime konkrečius pavyzdžius. Jau esame minėję, kad 1987 m. spalio mėn. vertybinių popierių rinkai staiga žlugus, FRS darė spaudimą bankams, kad jie teiktų kreditus brokerinėms kontoroms. Kitas pavyzdys: 1982 m. gegužės 17 d. bankrutavo palyginti nedidelė vyriausybės vertybinių popierių dylerių įstaiga — Draisdeilio (Drysdale) vyriausybinių vertybinių popierių korporacija. Ji labai daug buvo prisiskolinusi tiek tiesiogiai iš bankų, tiek netiesiogiai — ėmė paskolas, kurias buvo parūpinęs Manhatano Čeiso (Chase) bankas, vienas didžiausių šalies bankų. Kai Draisdeilis bankrutavo, finansų rinkos subjektai labai išsigando. Tie, kurie tai korporacijai buvo skolinę per Manhatano Čeiso banką, teigė, kad Čeisas turėtų

[4] *Edward Kane.* The Central Bank as Big Brother. — Journal of Money, Credit and Banking, 5 (1973, lapkritis), p. 979–981.

prisiimti nuostolius — mat iš tiesų daugelis ir galvojo, kad skolino pačiam Čeiso bankui, o ne Draisdeiliui. Iš pradžių Čeisas nenorėjo su tuo sutikti. Bet po to, kai FRS pirmininkas Volkeris (Volcker) pasikalbėjo su Manhatano Čeiso banko vadovybe, bankas pakeitė nuomonę ir prisiėmė 160 mln. dolerių nuostolių. Kad būtų išvengta vertybinių popierių perdavimo techninių problemų, Niujorko federalinis rezervų bankas paskolino vertybinių popierių dyleriams keleto milijardų vertės nuosavųjų popierių ir leido bankams suprasti, kad diskonto reikalavimus traktuos supratingai. Buvo išvengta panikos.

1979 m. grupė pasiturinčių Teksaso naftos verslininkų, pasivadinusių „Hunt brothers" („Medžioklės broliai"), pamėgino užvaldyti sidabro rinką ir tuo tikslu labai daug prisiskolino iš bankų. Jų pastangos sužlugo, o sidabro kainos 1980 m. kovo mėn. labai nukrito. Viena pagrindinių brokerinių firmų „Bache" buvo paskolinusi grupei „Hunt" daugiau kaip 200 mln. dolerių ir taip pat bankrutavo. Kilo grėsmė, kad nuostoliai dėl suteiktų grupei „Hunt" paskolų „paskandins" ir kai kuriuos didžiuosius bankus. Papildomos bankų paskolos galėjo padėti išspręsti problemą. Tačiau FRS buvo ką tik įvedusi taisykles (apie tai kalbėsime 25 skyriuje), ribojančias bankų paskolas, todėl paskolos, laiduojant už „Hunt", turėjo būti teikiamos pagal šias taisykles. Vis dėlto FRS pirmininkas Volkeris, palaikantis glaudžius ryšius su derybas vedančiais „Hunt" atstovais ir jų kreditoriais, padarė išimtį.

Ar tokiais reikalais ir turėtų užsiimti centrinis bankas, ar jie per daug kertasi su rinkos procesais? Kur turėtų būti nubrėžta riba?

VIEŠUMAS IR INFORMACIJA

FRS gali keliais būdais pateikti savo nuomonę plačiajai visuomenei. Valdytojų tarybos pirmininkas dažnai atsiskaito Kongreso komitetams, o žurnalistai seka FRS leidinius bei pirmininko kalbas. Kadangi verslo žmonės bei žurnalistai įdėmiai seka FRS veiklą, nėra sunku jos nuomonę pateikti plačiajai visuomenei. FRS pateikta informacija gali turėti įtakos biznio žmonių numatymui, taigi ir veiksmams. Be to, kaip minėta 8 skyriuje, FRS veikia kaip neoficialus vyriausybės patarėjas ekonomikos klausimais.

SANTRAUKA

1. Atvirosios rinkos operacijos yra pagrindinė pinigų politikos priemonė. Tačiau tai yra stipriai veikianti priemonė, kurią reikia vartoti atsargiai ir neskubant, be to, jos poveikis rezervams dažnai yra sunkiai prognozuojamas. Dauguma atvirosios rinkos operacijų yra labiau gynybinės nei aktyvios.

2. Indėlių įstaigos, kurios privalo savo rezervus laikyti FRS, gali iš jos skolintis. Skolintis tos įstaigos turi tik esant būtinam reikalui, o ne siekdamos pelno. Tačiau šią taisyklę sunku įgyvendinti.
3. Keisdama diskonto normą, FRS gali reguliuoti paskolų apimtis. Skolinimasis priklauso nuo skirtumo tarp federalinių fondų palūkanų normos ir diskonto normos; tai reiškia, kad norėdama išlaikyti skolinimąsi stabilų, FRS turėtų dažnai keisti diskonto normą. Bet tai sukelia politinių problemų. Diskonto normos keitimui, kaip ir kitoms pinigų politikos priemonėms, būdingas paskelbimo poveikis.
4. FRS galimybė keisti privalomųjų rezervų normas yra potencialiai labai stipri priemonė. Tačiau FRS paprastai jos nevartoja.
5. FRS turi kai kurių priemonių kontroliuoti vertybinių popierių rinką, o vienu metu turėjo galimybę kontroliuoti ir vartojimo kreditus.
6. Įkalbinėjimas, moralinis spaudimas, viešumas, informacijos teikimas irgi yra FRS priemonės.

PAGRINDINIAI TERMINAI

atvirosios rinkos operacijos	open–market operations
atpirkimas	repos
atvirkštinis atpirkimas	reverse repos
reguliuojamasis kreditas	adjustment credit
tęstinis kreditas	extended credit
diskonto norma	discount rate
paskelbimo poveikis	announcement effect
pasirinktinės priemonės	selective controls

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Išvardykite ir plačiau apibūdinkite, kokių priemonių Federaliniai rezervai yra ėmęsi per pastaruosius trejus metus. (Informaciją apie tai galite rasti „Federalinių rezervų metinėse ataskaitose“.)
2. Kodėl atvirosios rinkos operacijos yra svarbiausia FRS politikos priemonė?
3. Skolintis iš FRS reikėtų, esant būtinybei, o ne siekiant pelno. Kaip tada paaiškinti tai, kad skolinimosi apimtis yra susijusi su skirtumu tarp federalinių fondų palūkanų normos ir diskonto normos?
4. Apibūdinkite FRS pasirinktines priemones.

LITERATŪRA

Federal Reserve Bank of New York (Paul Meek). Open Market Operations. New York, Federal Reserve Bank of New York, 1969. Dėstoma gyvai ir profesionaliai.

Milton Friedman. A Program for Monetary Stability. New York, Fordham University Press, 1960. Reformos aptariamos 2 dalyje.

Paul Meek. U. S. Monetary Policy and Financial Markets. New York, Federal Reserve Bank of New York, 1982. Labai informatyvus ir autoritetingas FRS vadovų pareiškimas.

William Melton. Inside the Fed. Homewood, Ill., Dow Jones–Irwin, 1985 (7 ir 8 skyriai). Puikus detalus atvirosios rinkos operacijų apibūdinimas.

Howard Roth, Diane Seibert. The Effects of Alternative Discount Rate Mechanisms on Monetary Control. — Federal Reserve Bank of Kansas City. Economic Review, 1983, kovas, p. 16–29. Puikus svyruojančios diskonto normos aptarimas.

22
SKYRIUS

Užduotys ir svertai

Tarkime, kad FRS nori sumažinti nedarbą. Ką ji turėtų daryti? Paprastas atsakymas toks: atlikti pirkimo operacijas atvirojoje rinkoje, kad padidėtų pinigų pasiūla. Tačiau šio paprasto atsakymo nepakanka. Federalinis atvirosios rinkos komitetas (FARK) negali tiesiog pasakyti Niujorko federaliniam rezervų bankui, kad reikia pirkti iždo vekselių; jis privalo pasakyti, kiek nupirkti. FARK reikia rodiklio, kuris parodytų, kad vienoks ar kitoks kiekis yra pakankamas. Galimų rodiklių yra keletas, bet daug ginčijamasi, kuriuo reikėtų remtis. Nesiginčijama tik dėl vieno dalyko: blogai pasirinkus matą, gali būti didelių nuostolių. Temos, kurias nagrinėsime šiame skyriuje, palies labai prieštaringus pinigų politikos klausimus.

TARP PRIEMONIŲ IR TIKSLŲ: UŽDUOTYS IR SVERTAI

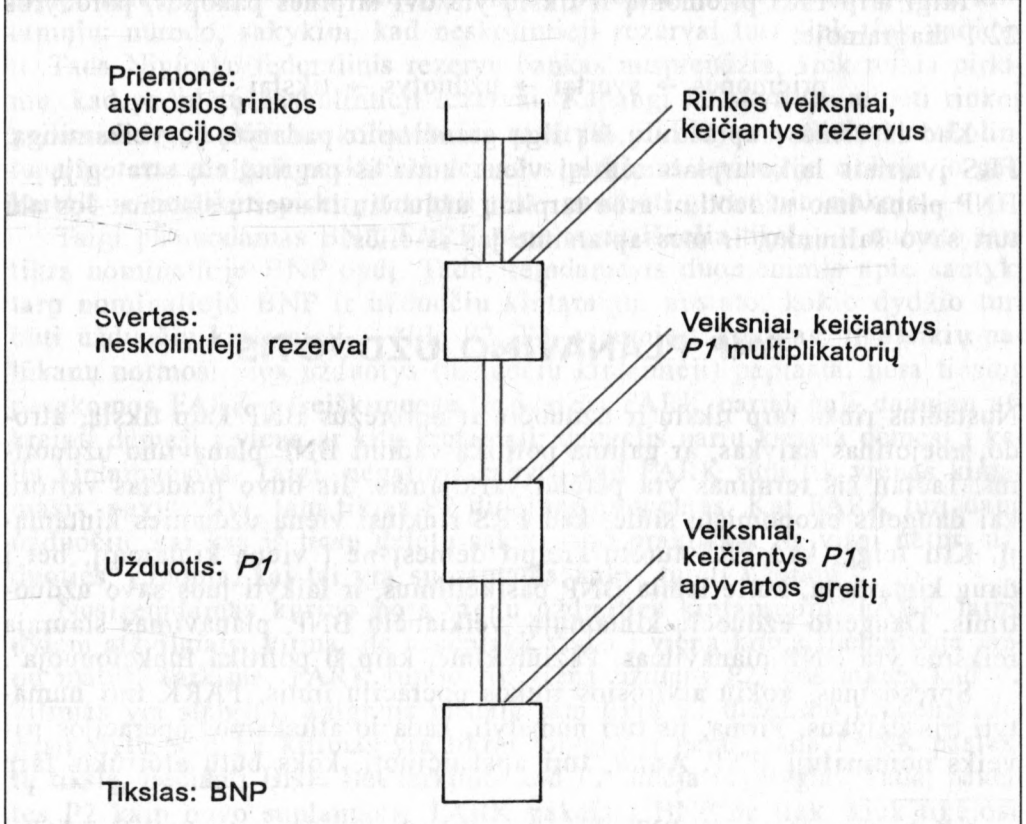
20 skyriuje išvardijome pinigų politikos tikslus: didelis užimtumas, nedidelė infliacija, stabilus valiutos kursas. Pirmiesiems dviem tikslams priklauso nominaliojo BNP (bendrojo nacionalinio produkto) didėjimas, kurį sudaro realiojo BNP didėjimas ir infliacijos procentas. (Pagal Filipso kreivę nominaliojo BNP didėjimas nulemia infliaciją ir realiųjų pajamų augimą.) Be to, nominaliojo BNP didėjimas turi didelės įtakos valiutos kursui. Vadinasi, nors nominaliojo BNP augimas ir nėra vienas iš FRS tiesioginių tikslų, bet dėl patogumo galime teigti, kad FRS stengiasi pasiekti tam tikrą nominaliojo BNP didėjimą ir tai laikyti FRS tikslu.

20 skyriuje keliama prielaida, kad tai tiesioginis FRS uždavinys, ypač jei imsime idealią situaciją, kai atvirosios rinkos operacijos iš karto paveikia BNP ir kai FARK turi duomenis apie dabartinį (o ne praėjusio laikotarpio) BNP. Šiuo atveju FRS paprasčiausiai gali eksperimentuoti. Ji gali pirkti, sakykim, iždo vekselių už 200 mln. dolerių. Jei BNP padidėja nedaug, ji perka dar, o jei BNP didėja per greitai, ji juos parduoda. Nuostolių nėra. Bet mes negyvename tokiame utopiniame pasaulyje. Praktiškai pra-

eina tam tikras laiko tarpas, kol atvirosios rinkos operacijos pakeičia BNP, ir dar šiek tiek laiko, kol FRS gauna patikimų duomenų, rodančių, kiek BNP yra pasikeitęs. Jei FRS elgiasi netinkamai, tai tik po kurio laiko paaiškėja, kad jos operacijos atvirojoje rinkoje buvo per didelės ar per mažos, ir dėl to padėtis dar labiau pablogėjo.

FRS susiduria su tokia problema. FARK neturi magiško aparato su mygtuku, ant kurio užrašyta „BNP didėjimas". 22.1 diagramoje matome, kad yra dvi FRS priemonių (atvirosios rinkos operacijos, diskonto normos pakeitimai bei kitos, minėtos 21 skyriuje) ir tikslų pakopos. Ekonomistai visų pirma išskiria tokius tikslus, kaip BNP didėjimas, tvirta palūkanų norma, ir tokias užduotis, kaip pinigų pasiūla, išduoti kreditai, ilgalaikės palū-

22.1 diagrama. Ryšys tarp priemonių, svertų, užduočių ir tikslų. Diagrama rodo, kaip esant tam tikram svertų ir užduočių deriniui, nuosekliai einama nuo atvirosios rinkos operacijų prie BNP. Panašios diagramos gali būti nubraižytos ir kitiems svertams (pvz., federalinių fondų palūkanų normai) bei kitoms užduotims (pvz., *P2*, ilgalaikei palūkanų normai) pavaizduoti



kanų normos. Tikslai yra tai, ko FRS siekia: didelis užimtumas, nedidelė infliacija, tinkamas valiutos kursas ir, be to, tam tikras nominaliojo BNP dydis. Užduotys, arba **užduočių kintamieji**, — pinigų pasiūla, išduoti kreditai, ilgalaikės palūkanų normos — užima tarpinę vietą tarp tikslų ir priemonių. FRS vartoja savo priemones — operacijas atvirojoje rinkoje ir diskonto normą, — kad pakeistų užduočių kintamuosius. Po to ji remiasi šių kintamųjų pokyčiais, pavyzdžiui, pinigų pasiūlos keitimo užduotis turi padėti atitinkamai pakeisti nominaliojo BNP dydį.

Tik bėda, kad tarp priemonių ir užduočių yra dar viena kintamųjų grupė, vadinama svertais, arba **svertų kintamaisiais**. FARK tiesiogiai nekontroliuoja užduočių kintamųjų — pinigų pasiūlos, ilgalaikės palūkanų normos. Per atvirosios rinkos operacijas jis tiesiogiai kontroliuoja tik bazę, rezervus ir iždo vekselių palūkanų normą. Jis vartoja šiuos tiesiogiai kontroliuojamus kintamuosius kaip svertus užduočių kintamiesiems kontroliuoti. Pavyzdžiui, FARK liepia Niujorko federaliniam rezervų bankui padidinti 500 mln. dolerių neskolintuosius rezervus (t. y., rezervai minus paskolos iš FRS), manydamas, kad toks rezervų padidėjimas paskatins bankus padidinti indėlius ir kartu pinigų pasiūlą 1 milijardu dolerių.

Taigi tarp FRS priemonių ir tikslų yra dvi tarpinės pakopos, parodytos 22.1 diagramoje:

priemonės → svertai → užduotys → tikslai

Kad iš esmės suprastintų šią ilgą grandinę ir padarytų ją veiksmingą, FRS įvairiais laikotarpiais rėmėsi viena kuria iš pagrindinių strategijų — BNP planavimo užduotimi arba tarpinių užduočių ir svertų sistema. Jos abi turi savo šalininkų, ir mes aptarsime jas iš eilės.

BNP PLANAVIMO UŽDUOTIS

Nustačius ribas tarp tikslų ir užduočių ir apibrėžus BNP kaip tikslą, atrodo, abejotinas dalykas, ar galima politiką vadinti BNP planavimo užduotimi. Tačiau šis terminas yra plačiai vartojamas. Jis buvo pradėtas vartoti, kai daugelis ekonomistų siūlė, kad FRS rinktųsi vieną užduoties kintamąjį. Kiti teigė, kad FRS turėtų kreipti dėmesį ne į vieną kintamąjį, bet į daug kintamųjų, kurie lemia BNP pasikeitimus, ir laikyti juos savo užduotimis. Daugelio užduočių kintamųjų, veikiančių BNP, planavimas siaurąja reikšme yra BNP planavimas. Pažiūrėkime, kaip ši politika funkcionuoja[1].

Spręsdamas, kokių atvirosios rinkos operacijų imtis, FARK turi numatyti tris dalykus. Pirma, jis turi numatyti, kada jo atliekamos operacijos paveiks nominalųjį BNP. Antra, turi apskaičiuoti, koks būtų atotrūkis tarp

[1] Kadangi nuomonės dėl BNP planavimo nuolat kinta, mūsų pateiktas šios politikos įvertinimas skiriasi nuo kitų ekonomistų, kurie mažiau pabrėžia FRS užduočių kintamuosius.

pageidaujamo ir faktiško nominaliojo BNP, jei nebūtų imtasi atvirosios rinkos operacijų. Ir trečia, jis turi nuspręsti, kiek atvirosios rinkos operacijų reikės atlikti, esant tokiam atotrūkiui tarp realiojo ir pageidaujamo BNP.

Tačiau FARK negali pasakyti, kad neatlikus tam tikrų atvirosios rinkos operacijų, BNP bus, sakykim, 50 mlrd. dolerių per mažas ir kad reikia, sakykim, pirkimų atvirojoje rinkoje už 10 mlrd. dolerių, kad BNP padidėtų 50 mlrd. dolerių. Pirma, vargu ar galima tiksliai nustatyti, koks BNP dar yra nepakankamas, todėl jis tik nustatys, kad BNP yra „šiek tiek per mažas". Antra, atrodo, kad galima remtis keletu užduočių kintamųjų; pavyzdžiui, tam, kad nominalusis BNP šiek tiek padidėtų, jis gali nuspręsti, kad P2 ir, sakykim, kreditai turėtų padidėti atitinkamai apie 4 ir 5 procentus, o ilgalaikių palūkanų norma turėtų būti apie 10 procentų. Trečia, FARK iš karto nepereina nuo užduočių prie reikalingų atvirosios rinkos operacijų. Pirmiausia yra vartojami svertų kintamieji. Pavyzdžiui, galima manyti, kad norint, jog P2 padidėtų 5 procentais, kreditai 4 procentais, o ilgalaikių palūkanų norma 10 procentų, neskolintieji rezervai turi padidėti maždaug 1 mlrd. dolerių.

Tačiau FARK savo direktyva neįsako FRS, tarkim, atlikti pirkimų atvirojoje rinkoje už 1 mlrd. dolerių. Jis tik pateikia direktyvą dėl svertų kintamųjų: nurodo, sakykim, kad neskolintieji rezervai turi šiek tiek padidėti. Tada Niujorko federalinis rezervų bankas nusprendžia, kiek reikia pirkimų, kad padidėtų neskolintieji rezervai. Kadangi 12 skyriuje minėti rinkos veiksniai irgi keičia neskolintuosius rezervus, direktyva padidinti neskolintuosius rezervus gali paskatinti nemažus pirkimus atvirojoje rinkoje, o gali kartais ir nereikėti pirkti, net gali tekti parduoti atvirojoje rinkoje.

Taigi planuodamas BNP, FARK pirmiausia iškelia tikslą — numato tam tikrą nominaliojo BNP dydį. Tada, remdamasis duomenimis apie santykį tarp nominaliojo BNP ir užduočių kintamųjų, nustato, kokio dydžio turi būti užduočių kintamieji — P1, P2, P3, visuminis kreditas, ilgalaikių palūkanų normos. Šios užduotys (užduočių kintamieji) paprastai nėra tiesiog pasakomos FARK pareiškimuose, ir įvairūs FARK nariai gali daugiau atkreipti dėmesį į vieną ar kitą kintamąjį; daugelis narių kreipia dėmesį į kelis kintamuosius. Taigi, negalima sakyti, kad FARK rūpi tik vienas kintamasis, pavyzdžiui, tam tikras P2 didėjimo procentas. Kai FARK turi daug užduočių, kai kas iš tiesų galėtų sakyti, kad praktiškai jis visai neturi užduoties. Žinoma, kai tai yra suprantama kaip „turėti užduotį".

Nesiremdamas kuriuo nors vienu užduoties kintamuoju, FARK laimi dviem atžvilgiais. Pirma, jis nesuplaka visko į vieną krūvą (nematuoja vienu matu). Tarkime, FARK turėjo tik vieną užduotį P2, nes manė, kad P2 kitimas yra stabilus. Taigi jis nustatė tam tikrą P2 didėjimo procentą. Jei pasirodytų, kad P2 kitimas yra tikrai tolygus ir geras, tada FARK pasiektų tikslą, liečiantį BNP. Bet tarkime, kad P2 didėja netolygiai. Tada, pakeitęs P2 kaip buvo suplanuota, FARK pakeistų BNP ne tiek, kiek tikėjosi. Tokiu atveju būtų buvę geriau, kad FARK būtų pasirinkęs ne tik P2, bet ir kitus užduočių kintamuosius.

Kiekvienas iš šių kintamųjų gali būti klaidinantis. FARK gali apsirikti — pavyzdžiui, papildomas P2 ir P3 doleris gali mažiau didinti BNP, negu FARK planuoja, o išduotų kreditų didėjimas arba ilgalaikių palūkanų normų mažėjimas daugiau padidinti BNP negu planuojama. Jei FARK nustatytų visiems šiems kintamiesiems užduotis, tai kai kurios užduotys dėl šių klaidų būtų per didelės, o kai kurios per mažos. Tačiau paklaidos į vieną ar į kitą pusę išlygintų viena kitą.

Antras privalumas, įgyjamas dėl to, kad vadovaujamasi ne viena užduotimi, yra subtilesnis. Jei FARK vadovautųsi tik vienu užduoties kintamuoju, tai pasikeitus sąlygoms, kai šis kintamasis tiek daug nebelemtų nominaliojo BNP, FARK gali ne taip greitai pakeisti nuomonę ir atsisakyti šios užduoties. Kita vertus, kai FARK vadovaujasi keliais kintamaisiais, tai jeigu kuris nors kintamasis pasidaro nebe toks patikimas prognozuojant BNP, FARK daug greičiau gali tai pastebėti ir pradėti remtis kitu kintamuoju.

Tačiau reikia kai ką pasakyti ir apie neigiamybes. Kai remiamasi ne vienu užduoties kintamuoju, kyla trys pagrindinės problemos. Pirma, remdamasi vienu kintamuoju, FRS gali reguliuoti savo operacijas atvirojoje rinkoje, atsižvelgdama į kintamojo nukrypimus. Pavyzdžiui, FRS nori padidinti nominalųjį BNP 20 mlrd. dolerių ir mano, kad tam reikės P2 padidinti 4 mlrd. dolerių. Kad P2 padidėtų 4 mlrd., jos manymu, reikia 1 mlrd. dolerių padidinti rezervus, ir tuo tikslu ji atlieka 1 mlrd. dolerių pirkimus atvirojoje rinkoje. Tai padarius, paaiškėja, kad P2 padidėjo tik 3,5 mlrd. dolerių. Matydama, kad pernelyg pasikliovė pinigų multiplikatoriumi, FRS tuoj pat pasitaiso ir atlieka papildomas atvirosios rinkos operacijas, kad P2 padidėtų iki 4 mlrd. dolerių. Kitaip yra, jei FARK pasirenka kelis užduočių kintamuosius, o ne tik P2. Tada jis nesistengia iki norimos apimties didinti rezervų, kad kompensuotų pinigų multiplikatoriaus sumažėjimą, nes bus žiūrima ir kitų kintamųjų ir nebus atliekami einamieji koregavimai.

Antroji problema, kylanti dėl to, kad FARK vadovaujasi ne vienu, o keliais užduočių kintamaisiais, yra dar subtilesnė. Tokia politika reiškia, kad FARK turi apdoroti labai daug informacijos. Kai kas mano, kad kuo daugiau yra informacijos, tuo geresni sprendimai. Tačiau taip būna ne visada. Žmogaus protas — tai ne kompiuteris su beribe atmintimi; jis gali priimti ir efektyviai panaudoti tik tam tikrą informacijos kiekį. Kai informacijos per daug, viskas pasidaro ne taip ryšku, svarbios žinios paskęsta nereikšmingos medžiagos pertekliuje. Susirinkimuose FARK darbuotojai pateikia didelį informacijos kiekį (šio skyriaus priede pateiktas tokio FARK susirinkimo nutarimas). Tačiau kai pernelyg daug vardijama, kas padidėjo ir kas sumažėjo, nesunku išleisti iš akių kintamuosius, kurie yra visų svarbiausi.

Be to, informacijos perteklius gali paveikti mąstyseną ir kitaip. Gali atsirasti polinkis atidėlioti. Gali būti nieko nedaroma, viliantis (ta viltis paprastai neišsipildo), kad kitame susirinkime bus gauta naujos informacijos, kuri išsklaidys miglą, ir tada išaiškės, kokių veiksmų reikėtų imtis. Delsia-

ma dažniausiai tokiais atvejais, kai tuo metu turima informacija skatina priimti skausmingus sprendimus, sukeliančius kai kuriems žmonėms nuostolių. Įsivaizduokite, kad jūs esate valdytojas, kuris mano, kad paskutiniame FARK susirinkime pateikti duomenys rodo, jog reikia imtis griežtesnės ribojamosios politikos, net jei dėl to daug žmonių prarastų darbą. Ar jūs nenorėtumėte palaukti kito susirinkimo, kai bus pateikta daugiau informacijos? Tačiau kitame susirinkime vėl bus žadama daugiau informacijos dar kitame susirinkime.

Palyginkite šią situaciją su ta, kurioje FARK yra tvirtai įsipareigojęs išlaikyti tam tikrą pinigų kiekio didėjimą. Jei pinigų kiekis didėja greičiau negu numatyta, FARK turi žinoti tik viena — reikia pereiti prie dar griežtesnės politikos.

Trečia problema, kai remiamasi ne vienu, o keliais užduočių kintamaisiais, yra ta, kad Kongresas, Baltieji rūmai, visuomenė negali tikrinti FRS. Kai paaiškėja, kad FRS negalės atlikti visų suplanuotų užduočių, ir kai kurios iš jų pasidaro problematiškos, nei Kongresas, nei Baltieji rūmai, nei visuomenė negali įvertinti, ar FRS veiksmai sėkmingi. Taigi, nors FRS gali būti kaltinama neįvykdžiusi pinigų užduoties, ji gali pasiaiškinti, kad BNP užduotis neįvykdyta ne dėl jos kaltės, nes be pinigų politikos yra ir daugiau veiksnių, veikiančių BNP.

Jei FRS pasirenka tik vieną užduotį, siekia tik vieno dalyko ir kontroliuoja tą sritį, visuomenė gali tikrinti, kaip FRS sekasi, nes mato, kaip vykdoma suplanuotoji užduotis. Tai padeda FRS palaikyti ryšius su visuomene. Tarkim, FRS nori, kad prognozuojama infliacija didėtų nedaug. Ji informuoja visuomenę, kad nuo šiol bus vykdoma infliaciją ribojanti politika. Tai nėra taip paprasta, ir nepakanka pranešti apie savo gerus ketinimus, nes visuomenė netiki abstrakčiais pareiškimais. Tačiau jei FRS praneša, kad kitais metais ji sumažins P2 didėjimą nuo 9 iki 6 procentų, tai toks įsipareigojimas tikėtinas. Jis tikėtinas dėl to, kad FRS žino prarasianti reputaciją, jei nepasicktų užsibrėžto P2 tikslo. Taigi paskelbusi savo užduotimi kintamąjį, kurį gali maždaug kontroliuoti, FRS įgyja sau atramą.

Realiojo BNP užduotis

BNP planavimo šalininkai paprastai turi galvoje nominalųjį BNP, tačiau kai kas pageidautų planuoti realųjį BNP. FRS galėtų rinktis realiojo BNP užduotį, bet būtent tokio realiojo BNP, kuris, jos manymu, turėtų atitikti jos planuojamą nedarbo ir infliacijos lygį. Tarkim, FRS tinkamai įvertina infliaciją, kuri padeda siekti tam tikro realiojo BNP. Tada nesvarbu, ar norima nustatyti realųjį ar nominalųjį BNP, kadangi nominaliojo BNP užduotis — tai realiojo BNP užduotis, pakoreguota pagal infliacijos procentą. Bet tarkime, kad FRS infliacijos prognozės yra klaidingos. Gal staiga didėja pasiūla arba Filipso kreivė yra statesnė nei FRS buvo numačiusi. Kai-

nos tada kyla labiau nei FRS tikėjosi. Jei FRS yra pasirinkusi realiojo BNP užduotį ir jos nekeičia, ji nieko nedarys, kad būtų kompensuota didesnė infliacija. Tačiau jei FRS užduotis yra nominalusis BNP, tai jos politika turi mažinti ir infliaciją, ir realųjį BNP. Galima būtų pasakyti, kad laikydama savo užduotimi nominalųjį BNP, FRS tarsi sako visuomenei, kad jei bus keliamos kainos, tai padidės ir nedarbas, o kai užduotis yra realusis BNP, FRS tarsi sako: „aš užtikrinsiu tam tikrą užimtumą, kad ir kokios būtų kainos". Aišku, tai yra kiek perdėta, nes, pasikeitus infliacijos procentui, FRS greičiausiai keis tiek nominalųjį, tiek realųjį BNP.

VIENA UŽDUOTIS IR VIENAS SVERTAS

Kai kurie ekonomistai, vadovaujami Miltono Frydmeno (Milton Friedman), Karlo Brunerio (Karl Brunner) ir Alano Melcerio (Allan Meltzer), mano, kad FRS turėtų turėti tik vieną užduoties kintamąjį. Tada būtų išvengta anksčiau minėtos problemos, kylančios dėl per didelio informacijos kiekio ir su tuo susijusių nukrypimų. Jie mano, kad tokie nukrypimai gali turėti didelį ir žalingą poveikį pinigų politikai ir, be to, trukdo FRS palaikyti ryšius su visuomene (o tai irgi labai svarbu).

UŽDUOTYS

FRS gali vadovautis viena arba keliomis užduotimis; svarbu, kad būtų tinkamai pasirenkami kintamieji, kurie yra potencialios užduotys.

Užduočių kintamųjų kriterijai

Užduočių kintamieji turėtų atitikti keturis reikalavimus: jie turi būti **apskaičiuojami** (galimybė apskaičiuoti), **kontroliuojami** (galimybė kontroliuoti), turi turėti **sąsają su BNP**, turi būti **tinkami administraciniu bei politiniu atžvilgiu.**

Galimybės apskaičiuoti kriterijus reiškia du dalykus. Pirma, turi būti galima greitai gauti tikslių duomenų. Kol FRS negali pasakyti, koks jos santykis su užduotimi, tol ji nežino, ką turi daryti, kad atliktų šią užduotį. Antra, FRS turėtų žinoti, kokį kintamojo matą ji naudos. Tarkim, jos užduotis yra pinigų pasiūla. Ar reikėtų žiūrėti į P1, P2 ar P3?

Antrasis užduoties kintamojo kriterijus yra **galimybė kontroliuoti**. Jei FRS neturės galimybės pasiekti sėkmę ar bent priartėti prie užduoties įvykdymo, tai užduoties turėjimas ne ką teduos. Tarkim, kad FRS savo užduotimi laiko gamybos prognozių pokyčius. Ši užduotis, žinoma, yra susijusi su nominaliųjų pajamų tikslu, bet to nepakanka, kad prognozės būtų reali-

zuotos. Vadinasi, prognozių keitimas nėra naudinga užduotis. Nerealios užduotys ne tik nepadeda, bet daro neigiamą įtaką; jei užduotis nereali, tai net ir labai stengiantis, maža tėra galimybių ją įvykdyti.

Trečiasis kriterijus — **sąsaja su BNP**, dėl kurios ir naudojamas užduoties kintamasis. FRS renkasi užduotį dėl vienos priežasties — ji mano, jog siekiant šios užduoties bus pasiektas norimas BNP arba bent bus priartėta prie jo. Tarkime, kad pinigų kiekis neveikia nominaliųjų pajamų; kodėl tada FRS turėtų rūpėti, ar pajamos padidėjo 2 procentais ar 20 procentų? Paskutinis kriterijus — **tinkamumas administraciniu ir politiniu atžvilgiu** — yra susijęs su tuo, kokio masto politiką FRS vykdo; apie tai kalbėsime vėliau.

Potencialios užduotys

Trys dalykai gali būti tarpinės užduotys — pinigų kiekis, palūkanų normos ir kreditas, arba skolos. FRS turi pasirinkti. Jei ji nori pasirinkti vieną iš šių užduočių, paprastai turi atsisakyti tvarkyti kitus du dalykus. Tarkim, FRS rūpi, kad būtų tam tikra pinigų pasiūla. Tam, kad visuomenė norėtų turėti vienokį ar kitokį pinigų kiekį, reikia atitinkamos palūkanų normos. Bet jei FRS norėtų, kad palūkanų norma būtų kitokia, tai nieko neišeitų; ji nieko negali padaryti. Jei ji nori kitos palūkanų normos, ji gali atlikti šią užduotį tik atsisakiusi pinigų kiekio užduoties, leisdama visuomenei turėti tokį pinigų kiekį, kokio pageidaujama esant tokiai palūkanų normai. Neilgo laikotarpio (kol pasikeis pajamos, o dėl to ir pinigų paklausos kreivė) visuomenės pinigų paklausos kreivė mums pasako, kokia palūkanų norma atitinka kiekvieno konkretaus pinigų kiekio paklausą. FRS turi numatyti pinigų kiekio ir palūkanų normos derinius, išdėstytus šioje paklausos kreivėje. Panašiai daroma su bankų kreditais. Jei FRS pasirenka tam tikrą palūkanų normą, tai išduotų kreditų kiekis, esant tai palūkanų normai, priklauso nuo to, kokia yra bankų kreditų paklausa, o ne nuo Federalinių rezervų norų. O kredito užduotis irgi nustato atitinkamą pinigų kiekį, kaip ir pinigų kiekis — kreditus.

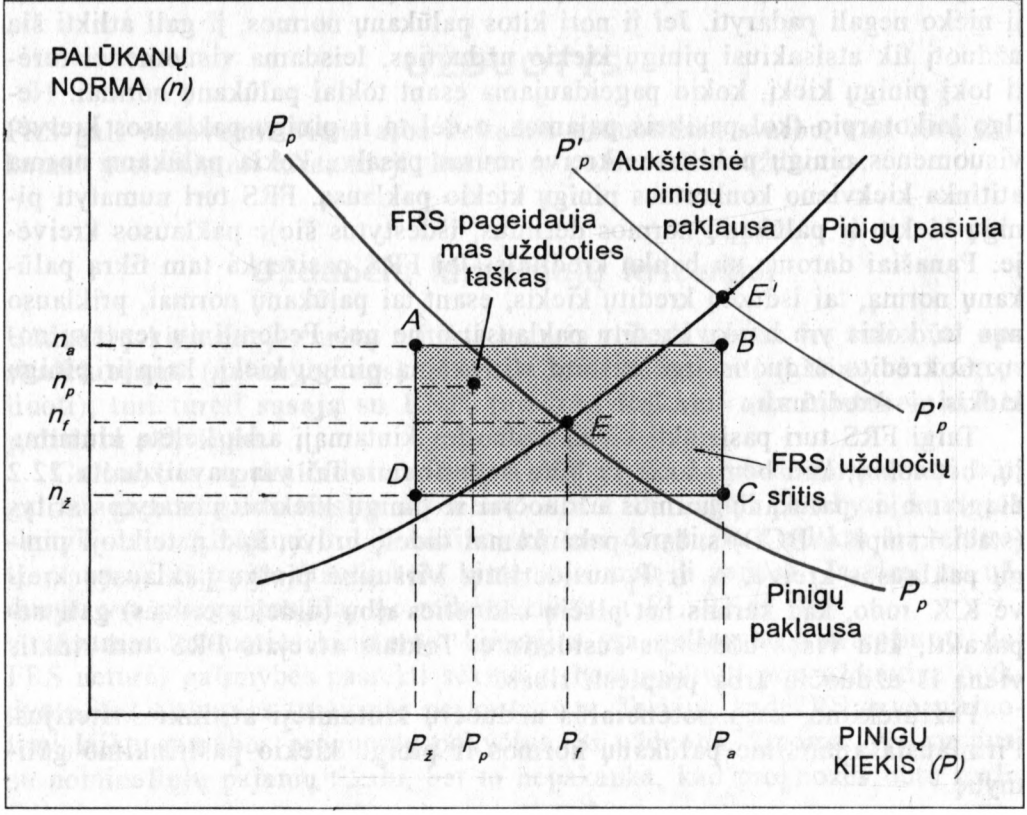
Taigi FRS turi pasirinkti vieną užduoties kintamąjį arba keletą kintamųjų, bet tokių, kad bent du iš jų būtų suderinami. Tai yra pavaizduota 22.2 diagramoje: palūkanų normos užduočiai ir pinigų kiekiui nustatytos sritys (stačiakampis ABCD) sudaro pakankamai didelę erdvę, kad pateiktoji pinigų paklausos kreivė, n_p ir P_p susiderintų. Viršutinė pinigų paklausos kreivė K'K' rodo, kad kartais net plačių užduoties ribų (didelės erdvės) gali nepakakti, kad visos užduotys susiderintų. Tokiais atvejais FRS turi rinktis vieną iš užduočių arba praplėsti ribas.

Pažiūrėkime, kaip potencialūs užduočių kintamieji atitinka kriterijus. Pirmiausia aptarsime palūkanų normos ir pinigų kiekio pasirinkimo galimybę.

Galimybė apskaičiuoti. 10 skyriuje aptarėme, kokių klaidų būna išankstiniuose pinigų kiekio apskaičiavimuose. O šiais apskaičiavimais FRS remiasi savo darbe. Be to, sunku nustatyti, ką geriau apskaičiuoti — P1, P2 ar P3. Tai priklauso nuo to, kuris šių rodiklių labiausiai susijęs su pajamomis, ir kiek FRS gali juos kontroliuoti. Deja, empirinis požiūris neduoda teisingų atsakymų į šiuos klausimus.

Tačiau kokios bebūtų pinigų kiekio apskaičiavimo ir koncepcijų problemos, daugelis (žinoma, ne visi) ekonomistų galvoja, kad palūkanų normos problemos yra gal net rimtesnės. Pirma, ekonomikos teorijoje vartojama sąvoka *palūkanų norma* yra tik teorinė sąvoka, reiškianti svertinį visų paskolų palūkanų normų vidurkį. Tačiau palūkanų normos, apie kurias gaunama

22.2 diagrama. FRS užduočių sritis. Taškas D yra žemiausias FRS priimtino pinigų kiekio ($P_ž$) ir palūkanų normos ($n_ž$) derinio taškas. Taškas B yra aukščiausias priimtino derinio (P_a, n_a) taškas. Faktiškas pinigų kiekis yra P_f, o faktiška palūkanų norma n_f, jų pusiausvyros taškas yra E. FRS pageidaujamas pinigų kiekis P_p ir palūkanų norma n_p, nors nėra tikros pusiausvyros, bet yra užduočių srityje. Jei pinigų paklausa būtų didesnė, pusiausvyra būtų E', tai reikštų, kad FRS turi arba atsisakyti pageidaujamo pinigų kiekio ir palūkanų normos, arba išplėsti užduočių sritį



statistinė informacija, neapima visų šių palūkanų normų. Tai daugiausia tik atvirojoje rinkoje vartojamos palūkanų normos. Pavyzdžiui, jos neapima firmų nustatytų palūkanų normų vidiniam lėšų generavimui.

Antra, kai kurios iš registruojamų palūkanų normų nėra tiksliai apskaičiuotos. Pavyzdžiui, duomenys apie bankų palūkanų normas neapima kai kurių skolinimosi išlaidų, sakysim, būtinumo laikyti kompensacinius likučius. Trumpai tariant, skolinimosi išlaidos, arba tai, kas nulemia sprendimą investuoti, yra ne tik palūkanų norma — jos daug didesnės.

Trečia, kai kurie skolintojai normuoja kreditus, todėl daugeliui skolininkų ne vien palūkanų normos yra svarbu. Pavyzdžiui, palūkanų norma yra tvirta, bet kreditai nėra pakankami, ir todėl firma, kuri anksčiau dar šiaip taip gavo kreditų, dabar jau jų negauna kiek reikia ir negali daryti rinkos operacijų. Tam tikra prasme šiai firmai palūkanų norma dabar pasidaro begalinė, bet tai nedaro poveikio duomenims apie palūkanų normas.

Ketvirta, net jei mes turėtume tikslius duomenis apie palūkanų normas, kurių reikalaujama iš visų skolininkų, ir jei nebūtų normuojamos lėšos, vis tiek būtų nelengva sujungti gausybę palūkanų normų į vieną svertinį vidurkį, kuris parodo aptariamąją palūkanų normą. Argi vienodai reikšmingos yra, pavyzdžiui, iždo vekselių palūkanų norma, dvidešimties metų valstybės obligacijų palūkanų norma ir penkerių metų korporacijos obligacijų palūkanų norma[2]?

Penkta, sprendimas investuoti ar ne, daromas apskaičiavus, kokios bus pajamos ir kokios išlaidos, *atskaičius mokesčius*. Jei firma taiko 33 procentų mokestį, tai 15 procentų palūkanų norma reiškia, kad atskaičius mokesčius išlaidos sudaro tik 10 procentų. Deja, nėra lengva nustatyti, koks iš tikrųjų yra mokesčio procentas. Firmoms, kurios neturi tokių pajamų, iš kurių būtų atskaitomos lėšos, mokesčių procentas yra nulis, o 15 procentų palūkanų norma iki mokesčių išlieka tokia pati ir atskaičius mokesčius.

Tačiau daugiausia sunkumų kyla dėl skirtumo tarp nominaliosios ir realiosios palūkanų normos. Aišku, duomenys yra skelbiami tik apie nominaliąsias palūkanų normas. Tačiau daugelis sprendimų dėl vienokių ar kitokių išlaidų yra daromi, remiantis *numatoma* realiąja palūkanų norma. Taigi, kol mes nežinome, kokias kainas prognozuoja skolininkai, tol mes nežinome, kaip vertinti nominaliąją palūkanų normą. Pavyzdžiui, kai nominalioji palūkanų norma yra 9 procentai, tai numatoma realioji palūkanų norma yra 4 procentai, jei žmonės mano, kad kainos kils 5 procentais, bet numatoma realioji palūkanų norma yra tik 2 procentai, jei žmonės mano, kad kainos pakils 7 procentais. Taigi, jei klaidingai nustatysime, kokių kainų žmonės tikisi, suklysime ir nustatydami numatomą realiąją palūkanų normą, kuri 100 procentų atitinka žemesniąją iš dviejų normų. Ne visada yra vienodai svarbu tai, kad numatoma realioji palūkanų norma yra skai-

[2] Faktinis skolinimosi kiekis esant vienokiai ar kitokiai palūkanų normai neparodo prasmę turinčių vidurkių, kadangi, sprendžiant, kiek svarbus yra kiekvienos atskiros palūkanų normos didėjimas, reikia žiūrėti, kokio skolinimosi kiekio buvo atsisakyta dėl šio padidėjimo, o ne koks kiekis buvo pasiskolintas.

čiuojama pagal nominaliosios palūkanų normos duomenis. Kai kainos yra tvirtos ir ilgą laiką tokios buvo, nėra taip svarbu, nes tada galima manyti, kad visuomenė tikisi stabilių kainų ir ateityje; tokiu atveju nominalioji ir numatoma realioji palūkanų normos sutampa. Tačiau kitaip yra tada, kai infliacija didelė ir netolygi.

Galimybė kontroliuoti. Antrasis užduoties kriterijus yra galimybė kontroliuoti. Aišku, kad per ilgesnį laiką, sakykim, per metus ar dvejus, FRS gali pasiekti užduotyje numatomą pinigų kiekį ar bent priartėti prie jo. Abejonė kyla, ar FRS gali tai pasiekti per trumpą laiką. Ekonomikos ciklo kontekste metai — tai ilgas laikotarpis. Pokario laikotarpiu vidutinė ciklų trukmė buvo tik vienuolika mėnesių.

Ar gali FRS įvykdyti kokią nors specialią palūkanų normos užduotį (t. y. pasiekti, kad palūkanų norma būtų norimo dydžio)? Vienu metu toks klausimas buvo keliamas, kadangi esant gana mažai palūkanų normai, likvidumo pirmenybės kreivė yra be galo lanksti. Kai kurie ekonomistai daugiau tuo nesirūpina. Tačiau FRS galimybę mažinti palūkanų normas riboja kitas dalykas. 14 skyriuje esame minėję, kad palūkanų normos mažėjimas sukelia pajamų ir kainų didėjimą, kuris vėl padidina palūkanų normą. Ar tai labai mažina FRS galią? Kai realiosios pajamos išauga tiek, kad padidina palūkanų normą iki ankstesnio lygio, FRS nėra ko rūpintis, nes ji tam ir buvo sumažinusi palūkanų normą, kad taip padidėtų realiosios pajamos. Tačiau jei Filipso kreivė yra vertikali ir su palūkanų normos mažinimu susijęs nominaliųjų pajamų didėjimas yra vien dėl padidėjusių kainų, tai FRS greičiausiai nepasieks realiųjų pajamų didinimo tikslo. Čia ne tas reikalas, kad FRS neturi įtakos palūkanų normai, o tas, kad FRS užduotis padidinti gamybą yra neįvykdoma.

Net jei Filipso kreivė nėra vertikali, FRS galimybę sumažinti palūkanų normas varžo dar ir kitas dalykas. Mat be pajamų stabilizavimo tikslo, FRS turi kitą tikslą — tvirtą dolerio kursą. Jei palūkanų normos mažėja, dolerio vertė valiutų rinkoje irgi mažėja.

Iki šiol mes kalbėjome apie palūkanų normą, bet neapibrėžėme, kas tai yra. Kadangi FRS operacijos atvirojoje rinkoje pirmiausia yra trumpų terminų vertybinių popierių operacijos, tai jos iš karto paveikia trumpalaikių palūkanų normą. Poveikis ilgalaikių ar vidutinės trukmės palūkanų normoms gali būti ne toks didelis, be to, pavėluotas. Daugelis ekonomistų mano, kad kaip tik trumpalaikių, o ne ilgalaikių palūkanų norma turi didžiausią įtaką investicijoms[3]. Jie pabrėžia tą faktą, kad pinigų politika veikia il-

[3] Tačiau Robertas Holis (Robert Hall) iš Stanfordo universiteto teigė, kad būtent trumpalaikių palūkanų norma turi įtakos sprendimams dėl investavimų. Kiekvienais metais firma turi nuspręsti, ar investuoti šiais metais, ar projektą atidėti iki kitų metų. Taigi ji palygina, kokias pajamas gautų iš šių metų investicijos ir kokios būtų išlaidos investavus šiais, o ne kitais metais; šis skirtumas ir yra vienerių metų palūkanų norma. Žr. *Robert Hall.* Investment, Interest Rates and Stabilization Policy. — Brookings Papers on Economic Activity, 1 (1977), p. 61–103.

galaikių palūkanų normą pirmiausia per trumpalaikę normą, kaip rimtą pinigų politiką varžantį veiksnį.

Sąsaja su BNP. Trečias užduoties kriterijus — jos sąsaja su FRS keliamu BNP planavimo tikslu. Čia svarbu ne tai, kiek vienas ar kitas užduočių kintamasis pakeičia BNP; jei BNP yra per mažai paveiktas, FRS gali paprasčiausiai padidinti, sustiprinti užduoties kintamąjį. Svarbiau yra kitas dalykas — kokiu tikslumu FRS gali prognozuoti, kiek BNP pasikeis, pakeitus užduoties kintamąjį.

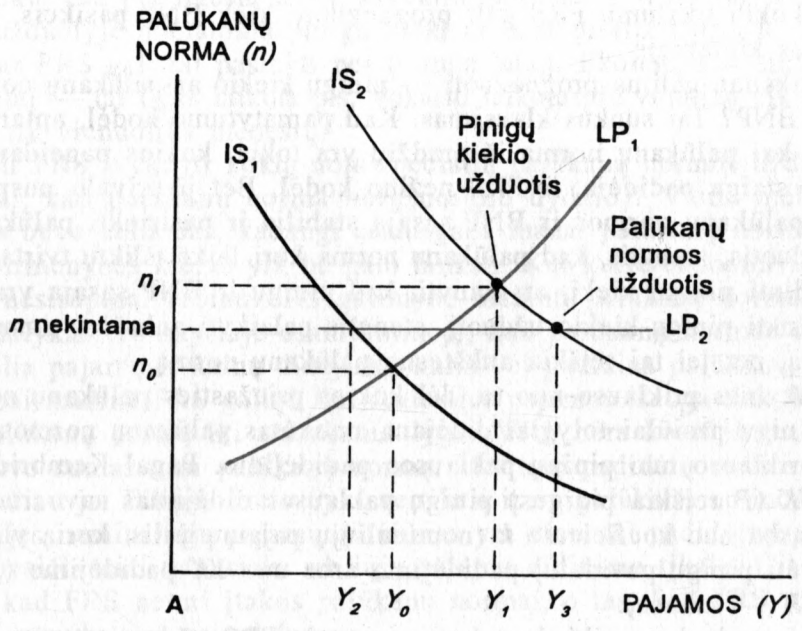
Ką tiksliau galima prognozuoti — pinigų kiekio ar palūkanų normos sąsają su BNP? Tai sunkus klausimas. Kad pamatytume kodėl, aptarkime situaciją, kai palūkanų norma iš pradžių yra tokia, kokios pageidauja FRS, o po to staiga padidėja, ir FRS nežino kodėl. Bet ji privalo nuspręsti, ar laikyti palūkanų normos ir BNP sąsają stabilia ir pasirinkti palūkanų normos užduotis, stengtis, kad palūkanų norma kurį laiką išliktų tvirta, o sparčiau didinti pinigų kiekį, ar manyti, kad pinigų ir BNP sąsaja yra stabili, ir pasirinkti pinigų kiekio užduotį, stengtis palaikyti anksčiau numatytą jos didėjimą, net jei tai reiškia aukštesnę palūkanų normą.

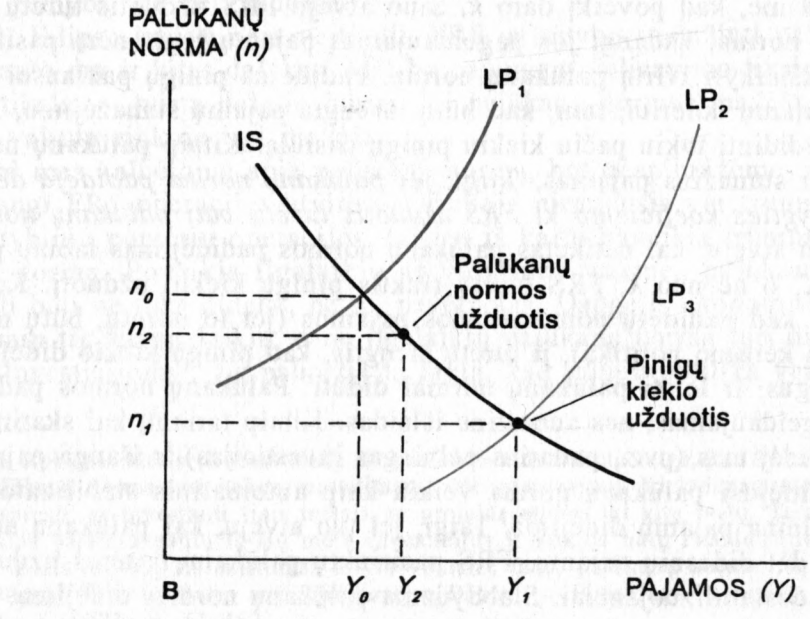
Atsakymas priklauso nuo to, dėl kokios priežasties palūkanų norma didėja. Pinigų pasiūlai tolygiai didėjant, netikėtas palūkanų normos padidėjimas priklauso nuo pinigų paklausos padidėjimo. Pagal Kembridžo lygtį $P = kYK$ (P reiškia pinigus) pinigų paklausos didėjimas savo ruožtu priklauso arba nuo koeficiento k (nominaliųjų pajamų dalis, kurią visuomenė nori turėti pinigų pavidalu) padidėjimo arba nuo YK padidėjimo (Y — pajamos, K — kainos).

Tarkime, kad poveikį daro k. Šiuo atveju FRS užduotis turėtų būti palūkanų norma; kadangi jos pageidaujamas pajamų lygis nėra pasikeitęs, ji turėtų išlaikyti tvirtą palūkanų normą. Padidėjus pinigų paklausai kiekvienam pajamų doleriui, tam, kad būtų išvengta pajamų sumažėjimo, FRS privalo padidinti tokiu pačiu kiekiu pinigų pasiūlą. Kitaip palūkanų norma padidės ir sumažins pajamas. *Taigi, jei palūkanų norma padidėja dėl Kembridžo lygties koeficiento* k, *FRS užduotis turėtų būti palūkanų norma.*

Kitu atveju, kai netikėtas palūkanų normos padidėjimas labiau priklauso nuo YK, o ne nuo k, FRS turėtų rinktis pinigų kiekio užduotį. Kadangi ji nenori, kad padidėtų nominaliosios pajamos (jei to norėtų, būtų naudojusi pajamų keitimo politiką), ji turėtų stengtis, kad pinigų kiekio didėjimas būtų tolygus, ir leisti palūkanų normai didėti. Palūkanų normos padidėjimas yra pageidaujamas, nes sumažina išlaidas. Kitaip tariant, kai skatinamas išlaidų didėjimas (pvz., padarius pelningas investicijas) ir išauga pajamos, tada padidėjusi palūkanų norma veikia kaip automatinis stabilizatorius, kuris švelnina pajamų didėjimą. Taigi, jei tuo atveju, kai palūkanų norma padidėja dėl didesnių pajamų, FRS pasirinktų palūkanų normos užduotį, FRS veiktų destabilizuojančiai. Stabdydama palūkanų normos didėjimą, ji panaikintų svarbų automatinį stabilizatorių. Kitaip sakant, palūkanų normos už-

22.3 diagrama. Pinigų kiekio užduoties palyginimas su palūkanų normos užduotimi. Ar pinigų kiekio ar palūkanų normos užduotis labiau padeda stabilizuoti pajamas, priklauso nuo to, ar pajamų pasikeitimas yra poslinkis IS kreivėje (diagramos A dalis), ar poslinkis LP kreivėje (B dalis)





duotis reiškia, kad FRS sukaupia pinigų ir finansuoja nominaliųjų pajamų padidėjimą, kurio ji nepageidauja.

Tai matome IS ir LP diagramose[4].

22.3A diagramoje IS kreivė slankioja nuo IS_1 iki IS_2. Jei FRS turi pinigų kiekio užduotį, ji užtikrina nustatytą pinigų pasiūlą ir leidžia palūkanų normai didėti, nes išaugusios pajamos padidina pinigų paklausą. Tada LP kreivė paprastai kyla aukštyn. Pvz., kai investicijų pelningumo ar vyriausybės išlaidų didėjimas IS kreivę pastumia iš padėties IS_1 į IS_2, pajamos padidėja nuo Y_0 iki Y_1. O jeigu FRS užduotis yra palūkanų norma, tada ji išlaiko kokią nori palūkanų normą, ir pinigų paklausos pokyčius atsveria pasiūlos pokyčiai. Tada LP kreivė virsta horizontalia linija LP_2. Kai IS kreivė pasislenka iš IS_1 į IS_2, pajamos padidėja nuo Y_2 iki Y_3, tai yra daugiau nei būtų padidėję, jei FRS būtų rėmusis pinigų kiekio užduotimi.

22.3B diagramoje IS kreivė nesikeičia, bet pinigų paklausa svyruoja, todėl LP kreivė slankioja tarp LP_1 ir LP_2. Tarkime, kad FRS užduotis yra pinigų kiekis ir pinigų pasiūlą stengiamasi išlaikyti nekintamą (nenorima, kad pajamos pasikeistų), o leidžiama svyruoti palūkanų normai. Tokiu atveju pajamos kinta nuo Y_0 iki Y_1. Dabar tarkime, kad FRS užduotis yra palūkanų norma, ir nustatoma n_2 dydžio palūkanų norma. Tada kreivė LP pasislenka į LP_3, ir pajamos pasilieka Y_2 dydžio.

Vadinasi, yra tokia taisyklė: *Jei palūkanų normos pokytis įvyksta dėl Kembridžo lygties koeficiento* k *pasikeitimo, FRS turėtų laikyti savo užduotimi palūkanų normą, o jei palūkanų norma kinta dėl pajamų pokyčių pakitus išlaidų stimuliatoriams (kitaip tariant, pasislenka kreivė IS), tada FRS užduotis turėtų būti pinigų kiekis.*

Tačiau čia yra keblumų. *Pasikeitus palūkanų normai, FRS negali būti tikra, ar tai įvyko dėl Kembridžo lygties koeficiento* k, *ar dėl išlaidų stimuliatorių pokyčių.* Ji mato tik tai, kad palūkanų norma, sakykim, didėja, ir turi nuspręsti, ar stabdyti šį didėjimą didinant pinigų kiekį. Kad ir kokį sprendimą ji priimtų, esant *vienai* iš palūkanų normos pakitimo priežasčių, tai bus blogas, destabilizuojantis ekonomiką, sprendimas. Kiek ji bus destabilizuota, priklauso nuo kreivių IS ir LP nuokrypių.

Tai siaubinga padėtis. Nebūtų taip blogai, jei FRS galėtų žinoti, ar nenumatyti palūkanų normos pakitimai *dažniausiai priklauso* nuo Kembridžo lygties koeficiento *k*, ar nuo išlaidų stimuliatorių pokyčių. Tada ji galėtų

[4] Ankstesnės diskusijos dėl pajamų ir Kembridžo lygties koeficiento *k* gali būti taip parodytos IS ir LP modelyje. Padidėjusios išlaidos pastumia IS kreivę. (Ši kreivė rodo, kokios bus pajamos, esant tam tikrai palūkanų normai, o išlaidas skatinančių veiksnių didėjimas reiškia, kad esant tam tikrai palūkanų normai firmos ar vartotojai nori išleisti daugiau.) Kreivė LP rodo pinigų rinkos pusiausvyrą — parenkami tokie palūkanų normų ir pajamų deriniai, kad būtų sulyginta pinigų pasiūla ir paklausa. Jei žmonės šiuo metu nori laikyti daugiau pinigų, kreivė pasislenka į išorę, nes apima didesnę palūkanų normą arba mažesnes pajamas, kad paklausa nebūtų didesnė už šiuo metu galimą pateikti pinigų kiekį. Paprastos IS ir LP diagramos trūkumas yra tas, kad manoma, jog kainos yra stabilios. Diagramos privalumas yra tai, kad čia parodyti rodikliai gali būti gauti ir algebriniais būdais, kuriems nereikia tvirtų kainų prielaidos.

elgtis taip, kad dažniausiai gautų reikiamą rezultatą. Bet FRS nežino, kuris atvejis dažnesnis, o kuris retesnis. Pinigų politikos šalininkai mano, kad Kembridžo lygties koeficientas *k* yra stabilesnis ir lengviau prognozuojamas nei išlaidų stimuliatoriai, todėl remia pinigų kiekio užduotį, bet Keinso teorija gali būti interpretuojama tiek pinigų kiekio, tiek palūkanų normos užduočių naudai. Tačiau galima įrodyti, kad jei nenumatyti poslinkiai vienodai galimi tiek IS, tiek LP kreivėje, tada pinigų kiekio užduotis yra geresnė nei palūkanų normos užduotis[5]. Kol kas mes aptarėme padėtį, kurioje esamas pajamų dydis patenkina FRS, ir ji nori išlaikyti jį tokį patį, pasislinkus IS ir LP kreivėms. Kas atsitinka, kai FRS reikia kitokio pajamų dydžio? Ar ji turėtų nustatyti naują palūkanų normos užduotį, ar naują pinigų kiekio užduotį? Tai irgi priklauso nuo to, kurios iš jų ryšį su pajamomis galima labiau numatyti.

Administracinės ir politinės problemos. Baigdami kalbėti apie užduotis, turime paminėti dar vieną svarbų praktinį dalyką. Mes kalbėjome apie FRS pasirenkamą palūkanų normos užduotį, atitinkančią norimą pajamų dydį. Tačiau 20 skyriuje esame kalbėję, kad FRS taip pat suinteresuota išlaikyti nepakitusią užduotį, net jei pajamos keičiasi nepageidaujama linkme. Kita vertus, pasirinkusi pinigų kiekio užduotį, FRS turėtų leisti kisti palūkanų normai. Taigi pinigų kiekio užduotimi nelabai galima piktnaudžiauti: ji neleidžia pasiduoti pagundai teikti pirmenybę kasdieniniam klausimui (palūkanų normos tvirtumui), o mažiau paisyti daug svarbesnių ilgesnės trukmės užduočių. Niujorko federalinis rezervų bankas apie tai rašo:

> Ilgalaikis pinigų politikos uždavinys... yra stabilizuoti pinigų vertę... Trumpą laiką ta politika daro didelį poveikį... realiam ekonomikos kilimui, užimtumui. Pinigų politika negali... ir neturėtų visiškai ignoruoti šių svarbių trumpalaikių veiksnių. Tačiau nereikia pamiršti ir to, kad spaudimas daugiausia dėmesio

[5] Tai sudėtingas įrodymas, bet galima taip paaiškinti. Pirma, tarkime, kad FRS stengiasi sumažinti realiųjų pajamų nukrypimų nuo norimo pajamų dydžio plotą. Antra, tarkime, kad pakitus palūkanų normai, FRS visiškai nežino, ar IS ar LP kreivė yra pasislinkusi. Šiuo atveju FRS politika turėtų būti tarpinė tarp to, ką ji darytų, jei tiksliai žinotų, kad pasislinko IS kreivė, ir to, ką darytų LP pasislinkimo atveju. Pasirodo, kad pinigų kiekio užduotis kaip tik ir yra tokia tarpinė politika. Kad tai pamatytume, tarkime, kad FRS yra įsitikinusi, jog IS kreivė pasislinko į išorę. Ar tada ji turėtų laikytis stabilaus pinigų kiekio politikos? Ne, neturėtų. Kol ši politika būtų geresnė nei tvirtos palūkanų normos išlaikymas, FRS galėtų dar jos laikytis. Ji galėtų *sumažinti* pinigų kiekį ir taip kompensuoti padidėjusias pajamas dėl IS kreivės poslinkio. Taigi stabilaus pinigų kiekio išlaikymas jau ir yra tarpinė politika — ji yra gera politika, jei vienodai galimi vienos ir kitos kreivės poslinkiai. (Žr. *Steven LeRoy, David Lindsey.* Determining the Monetary Instrument: A Diagramatic Exposition. — American Economic Review, 68, 1978, gruodis, p. 929–934.) Kadangi tai, kiek prasta politika destabilizuoja pajamas, priklauso nuo IS ir LP kreivių nuokrypių, į šių kreivių pasvirimą turėtų būti atsižvelgiama sprendžiant, kurią užduotį rinktis — palūkanų normos ar pinigų kiekio. Tačiau nedaug tėra žinoma, koks šių kreivių nuokrypių santykis.

kreipti į trumpalaikius dalykus ilgalaikių uždavinių sąskaita yra nuolatinė pinigų politikos bėda. Pagrindinė pinigų užduočių parinkimo funkcija... yra išlaikyti politikų domėjimąsi svarbiausiais pinigų politikos uždaviniais, t. y. ilgalaikėmis tvirtomis kainomis, ir stengtis, kad pinigų politikos neužgožtų nuolatinis spaudimas siekti trumpalaikių tikslų[6].

Be to, visuomenė priešinasi palūkanų normų didėjimui, o paprastai palankiai žiūri į su tuo susijusį mažesnį pinigų kiekio didėjimą. Todėl FRS lengviau įperša visuomenei ribojamąją politiką, jei formuluoja tai kaip tam tikrą pinigų kiekio didėjimo procentą, o ne kaip palūkanų normos didėjimą. Tiems, kurie mano, kad reguliavimas yra reikalingas, atrodo, kad tai esminis pinigų politikos privalumas, nors kai kas ir prieštarauja tokiam mėginimui manipuliuoti visuomene.

Užduočių parinkimas iš esmės sukelia trijų rūšių ginčus. Pirma, yra šiek tiek nesutarimų dėl užduočių kintamųjų apskaičiavimo ir dėl galimybės juos kontroliuoti mastų. Antra, yra ginčijamasi dėl principinių makroekonomikos teorijos teiginių. Ar pajamų pokyčiai labiau priklauso nuo išlaidų stimuliatorių svyravimų, ar nuo Kembridžo lygties koeficiento *k*, taigi ir LP kreivės pokyčių? Kitaip tariant, ar ekonominė analizė pasako mums, kad yra tam tikras pinigų kintamasis, pavyzdžiui, P1 ar P2, turintis nuolatinį ryšį su pajamomis? Trečia, svarstoma tai, ką galima būtų pavadinti sociologine centralizuotos bankininkystės problema. Jei FRS užduotis yra palūkanų normos, ar ji galėtų atsispirti pagundai išlaikyti nekintamas palūkanų normas, užuot keitusi jas iki tam tikro suplanuoto dydžio.

Kredito, arba skolų, užduotis

Kol kas mes lyginome tik du užduočių kintamuosius — pinigų kiekį ir palūkanų normą. Laikas aptarti trečiąjį — kreditą. Kitaip tariant, pinigų užduotis pasirenkama dėl to, kad žmonės pinigus naudoja prekėms ir paslaugoms pirkti, ir nuo to, kiek jie turi pinigų, priklauso perkamų dalykų kiekis. Nors mokėdami mes duodame pinigus, bet galime pirkti ir kreditan. Vadinasi, *kreditas*, arba jo atspindys *skola*, yra tiek pat glaudžiai (ar net glaudžiau) susiję su BNP, kaip ir pinigai. 8 dešimtmetyje Bendžaminas Frydmenas (Benjamin Friedman) iš Harvardo universiteto tai įrodė. Jo apskaičiavimams pasirinktų skolų (visų skolininkų, išskyrus finansų įstaigas, turimos skolos) pokyčiai taip pat atitiko BNP pokyčius, kaip ir P1 kitimas. Todėl jis pasiūlė, kad FRS imtųsi ne tik pinigų kiekio, bet ir skolų užduoties. Tarkim, kad pagal šias dvi užduotis gauti duomenys yra skirtingi — pinigų kiekio užduotis, pavyzdžiui, rodo, kad FRS turėtų aktyviau imtis plėtros politikos, o skolų užduotis rodo, kad nereikia keisti politikos. Ta-

[6] *Federal Reserve Bank of New York.* 1983 Annual Report, p. 11.

da FRS turėtų rinktis tarpinį variantą — imtis naujų plėtros veiksmų, bet ne tokių stiprių, kaip būtų reikėję pagal pinigų kiekio užduotį.

9 dešimtmetyje pinigų apyvartos greitis pasidarė nelabai prognozuojamas. Dėl to skolų užduotis tarsi turėjo pasidaryti daug pranašesnė už pinigų kiekio užduotį. Deja, ryšį tarp skolų ir pajamų irgi sunkiai galima numatyti. Be to, FRS negali taip kontroliuoti neoficialių skolininkų skolų, kaip gali kontroliuoti PI. Skolas ji veikia tik netiesiogiai: jos operacijos atvirojoje rinkoje pakeičia palūkanų normas, o pastarosios daro įtaką skolinimo ir skolinimosi mastams.

Valiutos kursas kaip užduotis

Dar viena potenciali užduotis — valiutos kursas. Tarkim, kad dolerio vertė valiutų rinkoje krinta. Jei dabar doleris kainuoja mažiau užsienio valiutos vienetų, tai reiškia, kad dolerių pasiūla pralenkė paklausą. Dolerių pasiūla galėjo pasidaryti didesnė už paklausą dėl kelių priežasčių. Viena iš tikėtinų priežasčių yra tai, kad FRS leido JAV pinigų kiekiui per daug didėti. Tiek amerikiečiai, tiek užsieniečiai dabar tikisi, kad infliacija JAV didės palyginti greičiau, todėl jie labiau nori turėti užsienio valiutų. Vadinasi, kai FRS pastebi, kad dolerio kursas valiutų rinkoje krinta, ji tai gali suprasti kaip ženklą, jog pinigų kiekio didėjimą reikia pristabdyti tiek, kad dolerio kursas būtų vėl koks buvęs.

Valiutos kurso užduotis turi privalumų: kursą nesunku apskaičiuoti, duomenys gaunami iš karto. Keisdama dolerių pasiūlą ir trumpalaikių palūkanų normas, FRS gali daryti poveikį valiutos kursui.

Tačiau sunkumų sudaro valiutos kurso (kaip ir kitų pavienių užduočių) ryšys su BNP. Taigi mes nagrinėjame atvejį, kai valiutos kursas krito dėl to, kad pernelyg padidėjo dolerių pasiūla. Valiutos kursas davė gerą signalą. Tačiau valiutos kursas gali sumažėti ir dėl kitų priežasčių. Pavyzdžiui, padidėja pajamos iš investicijų kitose šalyse arba sumažėja JAV. Tada investitoriai perka kitas valiutas ir parduoda dolerius, kad galėtų įsigyti užsienio valiutų. Todėl dolerio vertė krinta. Arba tarkime, kad amerikiečiai nori pirkti daugiau importinių prekių. Tai irgi sumažins dolerio kursą užsienio valiutų atžvilgiu. Pajamų pokyčiai užsienio valstybėse irgi gali paveikti valiutos kursą. Taigi dolerio kursas, kaip ir kitos užduotys, gali duoti ir klaidingų signalų. Kita vertus, valiutos kurso užduotis turi kitą privalumą, nesusijusį su pinigų politikos užduotimis. Palaikant stabilų valiutos kursą (apie tai bus kalbama 5 dalyje), skatinama tarptautinė prekyba.

SVERTAI

FRS turi rinktis ne tik potencialius užduočių kintamuosius, bet ir svertų kintamuosius.

Svertų kintamieji

FRS svertų kintamieji gali būti kuris nors iš bankų rezervų rodiklių ir bazė, aptarta 12 skyriuje. Tie rodikliai (kaip ir pinigų kiekio rodikliai) dažnai yra vadinami suvestiniais ir skiriami nuo visiškai kitokio sverto — federalinių fondų palūkanų normos. FRS remiasi federalinių fondų palūkanų normos svertu, kai nori paveikti pinigų paklausą. Kad padidintų pinigų kiekį, ji sumažina federalinių fondų palūkanų normą, ir tada žmonės stengiasi laikyti daugiau pinigų. Per trumpą laiką bankai gali sukurti šį papildomą pinigų kiekį, laikinai sumažinę savo perteklinius rezervus arba pasiskolinę iš FRS.

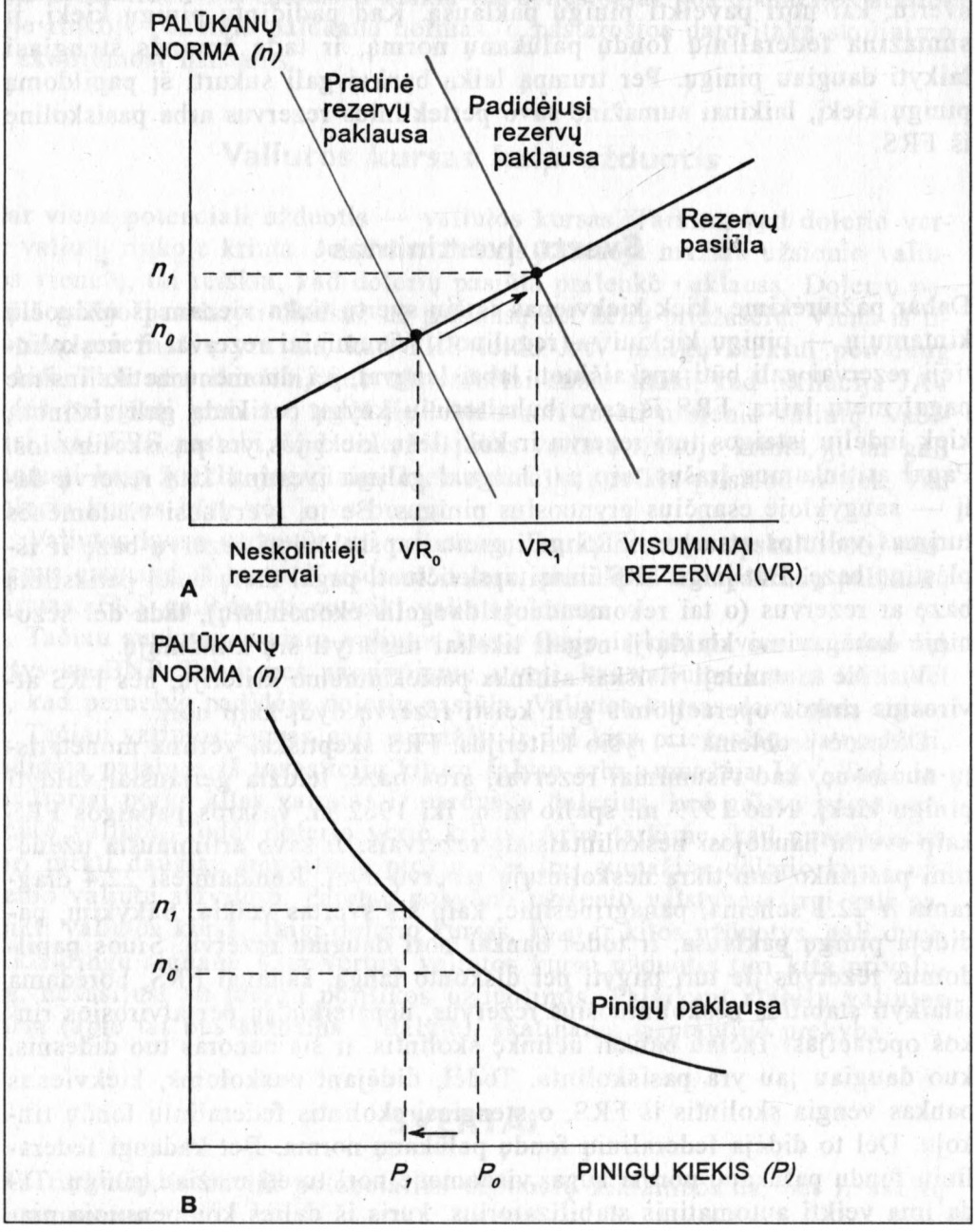
Svertų įvertinimas

Dabar pažiūrėkime, kiek kiekvienas iš šių svertų tinka vienam iš užduočių kintamųjų — pinigų kiekiui — reguliuoti. Visuminiai rezervai ir neskolintieji rezervai gali būti apskaičiuoti labai lengvai, jei duomenų netikslinsime pagal metų laiką. FRS iš savo buhalterinių knygų bet kada gali sužinoti, kiek indėlių įstaigos turi rezervų ir kokį lėšų kiekį jos yra pasiskolinusios. Pagal atitinkamus įrašus taip pat lengvai galima įvertinti kitą rezervų dalį — saugykloje esančius grynuosius pinigus. Be to, įvertinusi visuomenės turimas valiutos atsargas, FRS gali greitai apskaičiuoti rezervų bazę ir išplėstinę bazę. Bet jeigu FRS imasi apskaičiuoti pagal metų laiką patikslintą bazę ar rezervus (o tai rekomenduoja daugelis ekonomistų), tada dėl sezoninio koregavimo klaidų ji negali tiksliai nustatyti šių kintamųjų.

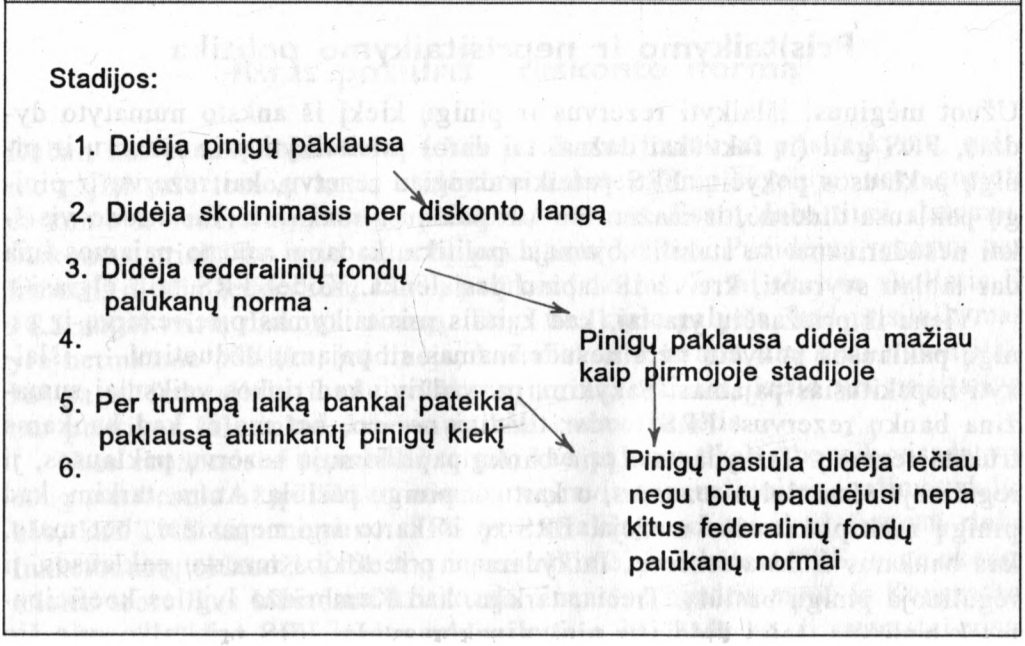
Visi šie kintamieji visiškai atitinka pasiekiamumo kriterijų, nes FRS atvirosios rinkos operacijomis gali keisti rezervų dydį kaip nori.

Didesnė problema — ryšio kriterijus. FRS skeptiškai vertina monetaristų nuomonę, kad visuminiai rezervai, arba bazė, leidžia geriausiai valdyti pinigų kiekį. Nuo 1979 m. spalio mėn. iki 1982 m. vasaros pabaigos FRS kaip svertu naudojosi neskolintaisiais rezervais. Ji savo artimiausia užduotimi pasirinko tam tikrą neskolintųjų rezervų dydį. Remdamiesi 22.4 diagrama ir 22.1 schema, panagrinėsime, kaip šis svertas veikia. Sakykim, padidėja pinigų paklausa, ir todėl bankai nori daugiau rezervų. Šiuos papildomus rezervus jie turi įsigyti per diskonto langą, kadangi FRS, norėdama išlaikyti stabilius neskolintuosius rezervus, nepateikia jų per atvirosios rinkos operacijas. Tačiau bankai nelinkę skolintis, ir šis nenoras tuo didesnis, kuo daugiau jau yra pasiskolinta. Todėl, didėjant paskoloms, kiekvienas bankas vengia skolintis iš FRS, o stengiasi skolintis federalinių fondų rinkoje. Dėl to didėja federalinių fondų palūkanų norma. Bet kadangi federalinių fondų palūkanų norma auga, visuomenė nori turėti mažiau pinigų. Tada ima veikti automatinis stabilizatorius, kuris iš dalies kompensuoja pra-

22.4 diagrama. Rezervų paklausa ir palūkanų norma. A dalyje matome sąsają tarp skolinimosi ir federalinių fondų palūkanų normos. Visuminių rezervų pasiūlos kreivė vertikali iki neskolintųjų rezervų, kuriuos pateikia FRS. B dalyje matome, kaip didesnė palūkanų norma veikia pinigų paklausą. Rezervų paklausos padidėjimas sukelia pinigų pasiūlos sumažėjimą



22.1 schema. **Kaip padidėjusi pinigų paklausa veikia pinigų pasiūlą, vykdant neskolintųjų rezervų užduotį.** Yra grįžtamasis ryšys: pakitus federalinių fondų palūkanų normai, pinigų paklausos pokyčiai sukelia atitinkamus pinigų pasiūlos pasikeitimus



dinę padidėjusią pinigų paklausą. Todėl pinigų kiekis padidėja mažiau nei būtų padidėjęs, jei FRS pirkimais atvirojoje rinkoje būtų pateikusi papildomus rezervus. Šios sudėtingos procedūros bėda yra ta, kad jei FRS nori pasiekti tam tikrą visuminių rezervų (ir pinigų kiekio) rodiklį pateikdama tam tikrą neskolintųjų rezervų kiekį, ji turi gana tiksliai apskaičiuoti: 1) jos pateiktų neskolintųjų rezervų kiekio įtaką paskolų mastui, 2) skolinimosi poveikį federalinių fondų palūkanų normai ir 3) federalinių fondų palūkanų normos įtaką pinigų paklausai. Kai kurių ekonomistų nuomone, FRS negali pakankamai tiksliai apskaičiuoti visų šių sąsajų, kad galėtų reguliuoti pinigų kiekį.

Maždaug 1982 m. rugsėjo mėn. FRS ėmėsi kitokių veiksmų, ir dėl to sumažėjo jos vykdoma pinigų kiekio kontrolė. (FRS atsisakė užduoties P1 — apie tai kalbėsime 25 skyriuje). FRS pradėjo remtis nauju svertu — *skolintaisiais rezervais*, tai yra, ji savo užduotimi pasirinko tam tikrą skolintųjų rezervų dydį. Jei padidėja pinigų ir tuo pačiu rezervų paklausa ir bankai skolinasi daugiau, tai FRS atvirosios rinkos operacijomis jiems pateikia reikiamus papildomus rezervus. Taigi skolinamasi tiek, kiek FRS yra nustačiusi, o ne daugiau, federalinių fondų palūkanų norma nepadidėja ir nėra automatinio stabilizatoriaus, ribojančio pinigų pasiūlos didėjimą. Todėl, pasirinkusi skolintųjų rezervų užduotį, FRS nebegali automatiškai kon-

troliuoti pinigų kiekio, kaip gali daryti pasirinkusi neskolintųjų rezervų užduotį[7]. Kodėl tada FRS imasi tokios užduoties? Kad tai suprastume, turime peržengti mūsų iki šiol aptariamos sistemos ribas.

Prisitaikymo ir neprisitaikymo politika

Užuot mėginusi išlaikyti rezervus ir pinigų kiekį iš anksto numatyto dydžio, FRS gali (ir faktiškai dažnai tai daro) prisitaikyti prie rezervų ir pinigų paklausos pokyčių. FRS pateikia daugiau rezervų, kai rezervų ir pinigų paklausa didesnė, ir mažiau — kai paklausa mažesnė. Tai atrodo visiškai nesuderinama su stabilizuojamąja politika, kadangi nuo to pajamos ima dar labiau svyruoti, kreivė IS labiau pasislenka. Kodėl FRS taip elgiasi?

Viena iš priežasčių yra tai, kad kartais prisitaikymas prie rezervų ir pinigų paklausos pokyčių nėra nesuderinamas su pajamų užduotimi — išlaikyti nepakitusias pajamas. Sakykim, pavyzdžiui, kad rinkos veiksniai sumažina bankų rezervus. FRS to dar tiksliai nežino, bet mato, kad bankams trūksta rezervų. Taikydamasi prie bankų papildomųjų rezervų paklausos, ji reguliuoja visuminius rezervus, o kartu ir pinigų pasiūlą. Antra, tarkim, kad pinigų multiplikatorius mažėja. FRS to iš karto irgi nepastebi, bet mato, kad bankams trūksta rezervų. Taikydamasi prie tokios rezervų paklausos, ji reguliuoja pinigų pasiūlą. Trečia, tarkim, kad Kembridžo lygties koeficientas k padidėja, taigi didėja ir pinigų paklausa. Jei FRS prisitaiko prie šio pinigų paklausos padidėjimo, ji išlaiko pajamas nepakitusias. Tik jeigu rezervų ir pinigų paklausa padidėja dėl IS kreivės poslinkio, prisitaikymas destabilizuoja pajamas. Kitais trimis atvejais — stabilizuoja.

Ar tas faktas, kad trimis atvejais reikia prisitaikyti, o vienu — nereikia, reiškia, kad FRS dažniausiai turėtų prisitaikyti? Žinoma, ne.

Pirma, viena situacija gali susidaryti dažniau nei kitos trys kartu paėmus. Antra, nuostoliai dėl prisitaikymo toje situacijoje, kur taip elgtis nereikėjo, gali gerokai prašokti nuostolius, kurie būtų buvę neprisitaikius, kai iš tiesų būtų reikėję prisitaikyti. Tarkim, kad nenumatyti Kembridžo lygties koeficiento k ar pinigų multiplikatoriaus svyravimai atsitiktinai išsidėsto taip, kad, išskyrus labai trumpą laiką, jie beveik išsilygina. Kadangi nominaliųjų pajamų pokyčiai priklauso nuo pinigų kiekio pasikeitimo tik per ilgesnį laiką, o ne per savaitę ar mėnesį, neprisitaikymas prie trumpalaikių k ar pinigų multiplikatoriaus pokyčių pajamas paveikia nedaug. Bet, jei kreivė IS per ilgesnį laiką nepasislenka, tai rezervų apimties keitimas, prisitaikant prie poslinkių, gali rimtai destabilizuoti pajamas. Taigi tas faktas, kad norint stabilizuoti pajamas trimis iš keturių atvejų prisitaikymas yra reikalingas, nebūtinai reiškia, kad FRS turėtų prisitaikyti.

---

[7] FRS galėtų, jei norėtų, kompensuoti šį automatinės kontrolės nepakankamumą, dažnai keisdama neskolintųjų rezervų užduotį.

Tačiau yra kita priežastis, geriausiai paaiškinanti, kodėl FRS yra linkusi prisitaikyti. Kaip esame minėję 20 skyriuje, FRS nepageidauja didelių palūkanų normų svyravimų. Kad išvengtų tų svyravimų, ji gali keisti rezervų ir pinigų pasiūlą ir taip prisitaikyti prie paklausos pasikeitimų.

Kitas požiūris į diskonto normą

Dabar, kai paaiškinome visus už ir prieš, susijusius su prisitaikymu, galime grįžti prie temos, kurią atidėjome ankstesniame skyriuje: noro susieti diskonto ir federalinių fondų palūkanų normas. Esant dabartinei sistemai, diskontas prisitaiko prie rezervų paklausos kitimo. Padidėjus rezervų paklausai, didėja federalinių fondų palūkanų norma, ir tai skatina skolintis iš FRS pagal tvirtą diskonto normą. Taigi tie, kurie galvoja, kad prisitaikymas yra netinkama politika, įrodinėja, kad diskonto norma turi kisti automatiškai pagal federalinių fondų palūkanų normą, o tiems, kurie yra prisitaikymo politikos šalininkai, labiau patinka esama padėtis.

Nors ekonomistai teoretikai teigia, kad pajamų tikslas beveik visada yra daug svarbesnis už palūkanų normos svyravimų panaikinimą, galimas dalykas, kad FRS taip nemano. FRS yra atsakinga už tai, kad finansų rinka funkcionuotų sklandžiai. Be to, nepamirškime, kad būtent FRS, o ne ekonomistus teoretikus labiausiai kritikuoja finansinė bendruomenė ir Kongresas.

Nors FRS kai kada turėtų prisitaikyti, o kai kada ne, ji paprastai visada prisitaiko prie pinigų paklausos pokyčių. *Pokario metais P1 paprastai greičiau didėdavo ekonomikos pakilimo, o ne nuosmukio laikotarpiais.* Negalime sakyti, kad FRS kompensuodavo pinigų apyvartos greičio pokyčius, nes pati apyvarta yra spartesnė ekonomikos kilimo laikotarpiais. Pinigų daugėjimo tempų ciklišKumas leidžia manyti, kad FRS veikla labiau destabilizuoja nei stabilizuoja[8]. Ir galų gale labai abejotinas yra FRS klasikinis pasiaiškinimas, kad ji „linksta ten, kur vėjas pučia".

---

[8] Nuo 1953 m. liepos mėn. iki 1982 m. lapkričio mėn. (pradžia dabartinio ekonomikos pakilimo) pinigų daugėjimo tempai ekonomikos kilimo periodais buvo didesni negu po to einančiais nuosmukio periodais. Pradedant iš kitos pusės, žiūrint nuosmukių periodų, pinigų daugėjimo tempų ciklišKumas turėjo tik vieną išimtį. Tas ciklišKumas nebūtinai blogas dalykas. Netiesa, kad norint ekonomiką stabilizuoti, nuosmukio metu reikia padidinti pajamas, o pakilimo metu — sumažinti. Pirmojoje nuosmukio periodo pusėje pajamos dar išlieka didesnės negu normalaus dydžio, o pakilimo periodo pirmojoje pusėje — mažesnės negu normalaus dydžio. Todėl stabilizuojanti pajamas pinigų politika turėtų jas sumažinti nuosmukio periodo pradžioje. Užuot žiūrėjus, ar pinigų daugėjimas yra ciklišKas ar ne, reikia jį palyginti su indikatoriumi, pavyzdžiui, nedarbo procentu, kuris parodo, ar visuminė paklausa yra per didelė ar per maža. Palyginę P1 ir P2 didėjimo pokyčius su ciklišKais nedarbo pokyčiais, matome, kad pinigų daugėjimas beveik sutampa su nedarbo procento svyravimais. Ar tai reiškia, kad FRS iš tiesų stabilizuoja ekonomiką? Nebūtinai, nes pinigų daugėjimo pokyčiai paveikia visuminę paklausą po kurio laiko, todėl pinigų politika lengvai gali pasidaryti destabilizuojamoji. Tačiau ar iš tiesų taip yra atsitikę, negali-

Kodėl FRS taip prisitaiko? Tikriausiai pagrindinė priežastis ta, kad ji mėgina sušvelninti palūkanų normų svyravimus. Svarstydama, ar prisitaikyti ar ne, FRS teikia pirmenybę tvirtoms palūkanų normoms. Jei palūkanų normos labai svyruoja, atsiranda bėdų, pavyzdžiui, taupomųjų įstaigų nuostoliai, padidėjus palūkanų normai. Tačiau FRS niekada negali būti tikra, kad gerai yra pasirinkusi, kokio pajamų dydžio siekti; pajamų dydis gali sukelti didesnę infliaciją nei FRS tikisi. Be to, FRS negali būti tikra, kad jos numatytas pasiekti rezervų dydis ar federalinių fondų palūkanų norma duos norimas pajamas. Pavyzdžiui, ji gali padidinti rezervus, galvodama, kad pinigų kiekis yra per mažas, o kitą mėnesį gauti duomenų, kad pinigų kiekis visai nebuvo per mažas. Niekas nenori laikytis tokios politikos, kurios sukeliami nuostoliai yra aiškūs ir atsiranda tuoj pat, o nauda nėra aiški ir gaunama vėliau, nors objektyviai įvertinus ji su kaupu atlygintų visus nuostolius.

KOKIAS UŽDUOTIS IR SVERTUS RINKOSI FRS

Dabar peržiūrėsime, kokias procedūras FRS yra naudojusi nuo 6 dešimtmečio pradžios.

6 ir 7 dešimtmečiai

Tuo laikotarpiu FRS nelabai išmanė apie užduotis ir svertus — šią sistemą tik 1964 m. sukūrė Karlas Bruneris ir Alanas Melceris. Nebuvo kalbama ir apie BNP. FRS siekė tik tvirtų palūkanų normų, todėl pagrindinis jos uždavinys buvo bankų kreditų kontrolė. FRS daugiausia dėmesio kreipė į pinigų rinką, todėl savo politiką vertino pagal tai, kaip kinta iždo vekselių palūkanų norma, kokie yra laisvieji rezervai ir pinigų rinkos sąlygos. Kitaip tariant, jai rūpėjo subjektyviai pasirinkti kintamieji, kurių svarbiausias — laisvieji rezervai. Šie kintamieji labai klaidino FRS. Nuosmukio metais, kai firmos skolinosi mažiau, palūkanų normos mažėjo, ir bankai turėjo daugiau laisvųjų rezervų, net jei visuminių rezervų ir pinigų daugėjimo tempai nespartėjo. Tačiau FRS manė, kad mažesnės palūkanų normos ir didesni laisvieji rezervai rodo, jog jos politika buvusi pernelyg nukreipta į plėtrą, ir stengėsi įvesti nuosmukio periodo ribojimus. Nukreipusi visą dėmesį į pinigų rinką, FRS tarytum visai išleido iš akių BNP planavimą.

---

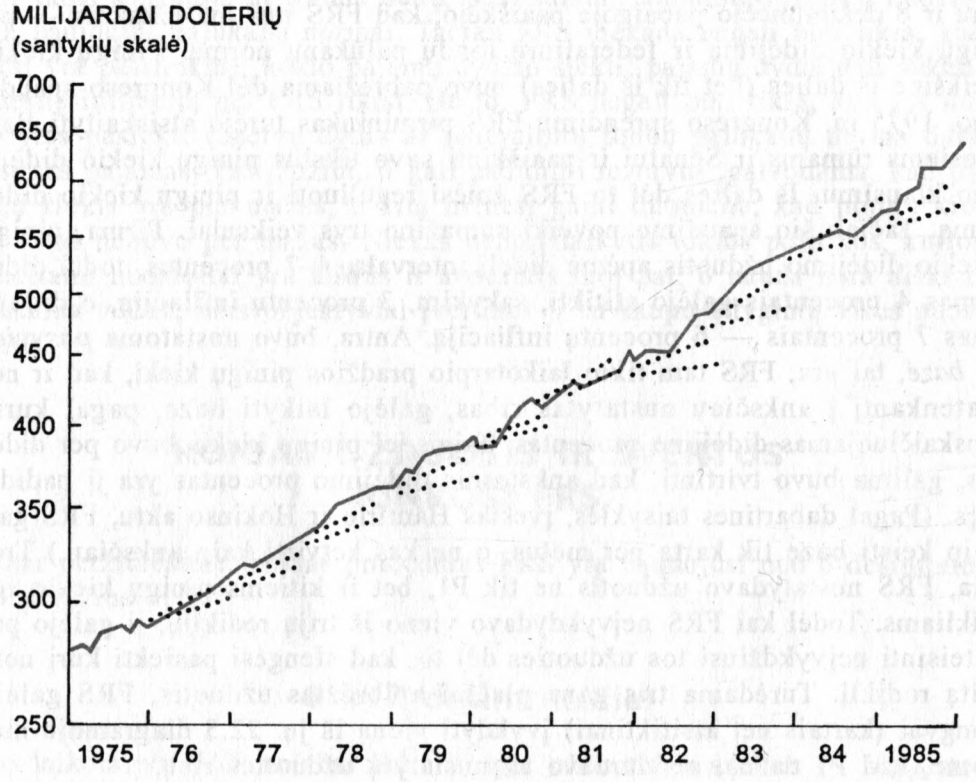
me nustatyti, kol nežinome, per kokį laiką pajuntama pinigų politikos įtaka. Be to, yra neaiškumų, kaip reikėtų suprasti statistinius duomenis. Jei 6 dešimtmetyje pinigų daugėjimo tempas turėjo atvirkštinį ryšį su nedarbu, tai 7 dešimtmetyje viskas priklausė nuo to, ar tai buvo ekonomikos kilimo ar nuosmukio periodas.

8 dešimtmetis

8 dešimtmetyje FRS vis daugiau ėmė rūpintis pinigų daugėjimo reguliavimu ir 8 dešimtmečio pabaigoje paaiškėjo, kad FRS turi dvi užduotis — pinigų kiekio didėjimą ir federalinių fondų palūkanų normą. Pinigų kiekio reikšmė iš dalies (bet tik iš dalies) buvo pabrėžiama dėl Kongreso spaudimo. 1975 m. Kongreso sprendimu FRS pirmininkas turėjo atsiskaityti Baltiesiems rūmams ir Senatui ir paaiškinti savo tikslus pinigų kiekio didėjimo klausimu. Iš dalies dėl to FRS ėmėsi reguliuoti ir pinigų kiekio didėjimą. Tačiau šio spaudimo poveikį sumažino trys veiksniai. Pirma, pinigų kiekio didėjimo užduotis apėmė didelį intervalą, 4–7 procentus, todėl didėjimas 4 procentais galėjo atitikti, sakykim, 3 procentų infliaciją, o didėjimas 7 procentais — 6 procentų infliaciją. Antra, buvo nustatoma *pasyvioji bazė*, tai yra, FRS tam tikro laikotarpio pradžios pinigų kiekį, kad ir nepatenkantį į anksčiau nustatytas ribas, galėjo laikyti baze, pagal kurią apskaičiuojamas didėjimo procentas. Taigi, jei pinigų kiekis buvo per didelis, galima buvo tvirtinti, kad ankstesnis didėjimo procentas yra jį padidinęs. (Pagal dabartines taisykles, įvestas Hamfrio ir Hokinso aktu, FRS gali taip keisti bazę tik kartą per metus, o ne kas ketvirtį kaip anksčiau.) Trečia, FRS nustatydavo užduotis ne tik PI, bet ir kitiems pinigų kiekio rodikliams. Todėl kai FRS neįvykdydavo vieno iš trijų rodiklių, ji galėjo pasiteisinti neįvykdžiusi tos užduoties dėl to, kad stengėsi pasiekti kurį nors kitą rodiklį. Turėdama tris gana plačiai apibrėžtas užduotis, FRS galėjo lengvai (kartais net atsitiktinai) įvykdyti vieną iš jų. 22.5 diagramoje matome, kad PI dažnai atsidurdavo už nustatytų užduoties ribų.

Nereikia stebėtis, kad FRS dažnai neįvykdydavo pinigų kiekio užduoties. Nors formaliai FRS teigė, kad pinigų kiekis yra jos užduotis, iš tikrųjų jam neteikė didelės reikšmės. Federalinis atvirosios rinkos komitetas (FARK) nustatė ribas ne tik pinigų kiekiui, bet ir federalinių fondų palūkanų normai. Kadangi federalinių fondų palūkanų normos ribos būdavo siauros, dažnai FRS nepavykdavo įvykdyti pinigų kiekio užduoties ir kartu išlaikyti pageidaujamą federalinių fondų palūkanų normą. FRS turėdavo rinktis ir dažnai nutardavo pinigų kiekio užduotį laikyti ne tiek svarbia. Toks FRS elgesys dar nereiškia, kad vietoj pinigų kiekio užduoties ji pasirinko Keinso suformuluotą palūkanų normos užduotį. Vadovaujantis Keinso koncepcija pagrįsta politika, reikėtų palūkanų normą keisti, jei pasislenka IS kreivė. Tačiau FRS nebuvo linkusi keisti palūkanų normos, o tik nevalingai ją koregavo ir tai darė iš dalies dėl nuostolių, susidariusių palūkanų normai sparčiai kintant pinigų rinkose, iš dalies dėl politinio spaudimo palaikyti žemą palūkanų normą.

22.5 diagrama. P1 ir P2 užduotys. P1 didėjimo tempai dažnai nukrypdavo nuo nustatytos užduoties



Šaltinis: *William T. Gavin.* The M-1 Target and Disinflationary Policy. — Federal Reserve Bank of Cleveland. Economic Commentary (1985, spalio 1), p. 3.

Nuo 1979 m. spalio mėn. iki 1982 m. rugpjūčio mėn.

1979 m. spalio mėn. FRS iš esmės pakeitė savo veiksmus. Tai buvo dalis vadinamojo monetaristų eksperimento, kurį aptarsime 25 skyriuje. FRS nusistatė monetaristų pasiūlytą užduočių ir svertų sistemą — pagrindine užduotimi ėmė laikyti pinigų kiekį. Kitaip tariant, pinigų kiekio užduotį ji pradėjo traktuoti daug rimčiau nei prieš tai. Federalinių fondų palūkanų norma, kuri anksčiau kito tik apie 1,25 procento, dabar galėjo kisti iki 5 procentų. Kartais ji kito net ir daugiau, jei FRS nutardavo, kad to reikia pinigų pasiūlos kontrolei. Svertas pinigų užduočiai pasiekti buvo neskolintieji rezervai.

Rezultatai buvo nepatenkinami. Smulkiau mes juos aptarsime 25 skyriuje. Apibendrinant galima pasakyti, kad palūkanų normų svyravimai buvo daug didesni, bet, kas keisčiausia, tas pat vyko ir su pinigų kiekio didėjimu. Keinso teorijos šalininkų nuomone, šios problemos atsirado dėl to, kad buvo siekiama pinigų kiekio tikslo, o monetaristai teigė, kad FRS turėjo naudotis kaip svertu visuminiais, o ne neskolintaisiais rezervais.

Nuo 1982 m. rugsėjo mėn. iki dabar

1982 m. antrojoje pusėje FRS nutraukė vadinamąjį monetaristinį eksperimentą (kodėl ji tai pdarė, paaiškinsime 25 skyriuje). Nėra aišku, kokie yra dabartiniai FRS uždaviniai. FARK vadovai, kaip būdinga politikams, yra eklektikai ir stengiasi sumažinti klaidingų sprendimų riziką, todėl derina įvairias teorijas, o ne remiasi viena kuria iš jų.

Kai kurie valdytojai, ypač Veinas Andželis (Wayne Angell), daug dėmesio kreipia ir į prekių kainų indeksus bei palūkanų normų struktūrą pagal palūkanų terminus. Jie teigia, kad šie du veiksniai kartu su valiutos kursu yra neblogi išankstiniai infliacijos (arba bent visuomenės laukiamos infliacijos) rodikliai. Aukcionuose nustatomos prekių kainos labai greitai parodo, kokios infliacijos yra laukiama. Tą patį rodo ir palūkanų normų struktūra, nes skirtumas tarp ilgų ir trumpų terminų palūkanų normų bent iš dalies rodo skirtumą tarp dabartinės ir numatomos būsimosios infliacijos. Valiutos kurso pokyčiai taip pat rodo laukiamą infliaciją arba bent skirtumą tarp infliacijos lygio JAV ir kitose šalyse. Taigi, jeigu valiutų rinkoje dolerio kursas krinta, jeigu ilgų terminų palūkanų normos labiau kyla už trumpalaikių ir jeigu didėja prekių kainos, tai FRS laikas imtis griežtesnių veiksmų.

Viską susumavus, galima pasakyti, kad FRS renkasi daug užduočių, neleisdama kuriai nors vienai dominuoti, todėl iš esmės jos užduotis yra BNP. Nors ji skelbia, kad jos užduotys yra P2 ir P3, tačiau toli gražu nėra tiesa, kad tai vienintelės užduotys. Tai tik du iš daugelio kintamųjų, kuriais rūpinasi FARK.

FRS kaip svertą naudoja skolintuosius rezervus. Tai gana panašu į federalinių fondų palūkanų normos, kaip sverto, naudojimą — šiam svertui FRS teikė pirmenybę iki 1979 m. spalio mėn. Norėdama, kad bankai skolintųsi iš FRS tam tikrą kiekį, FRS atvirosios rinkos operacijomis nustato federalinių fondų palūkanų normą tokią, kuri skatintų bankus skolintis būtent tą kiekį. Tačiau kad ir kas atsitiktų federalinių fondų palūkanų normai, FRS nepraranda pinigų kiekio didėjimo kontrolės, kaip yra buvę 8 dešimtmetyje.

SANTRAUKA

1. FRS gali tiesiogiai nusistatyti BNP planavimo užduotį. Tai turi du privalumus: remdamasi keletu kintamųjų, FRS gali gauti informaciją apie BNP pokyčius ir lanksčiai reaguoti į tą informaciją. Tačiau veikiant negalima veiklos koreguoti, o tai būtų galima, jei būtų naudojamos tarpinės užduotys, be to, dėl didelio informacijos srauto sumažėja FARK veiklos efektyvumas.
2. FRS gali užduotimi pasirinkti nominalųjį arba realųjį BNP. Nominalusis BNP reiškia, kad infliacijos procento prognozavimo klaidos daro poveikį realiajam BNP.
3. Kaip alternatyvą FRS gali rinktis tokius užduočių kintamuosius, kurie leistų kontroliuoti BNP. Kai užduočių kintamieji nėra tiesiogiai kontroliuojami, tada turi būti naudojami svertų kintamieji, leidžiantys kontroliuoti užduočių kintamuosius.
4. Jei FRS ketina remtis užduočių kintamaisiais, tai kyla klausimas, kurią užduotį pasirinkti. Užduoties tinkamumo kriterijai yra galimybė apskaičiuoti, galimybė kontroliuoti, sąsaja su BNP ir administracinis bei politinis tinkamumas. Dvi pagrindinės konkuruojančios užduotys yra pinigų kiekio didėjimas ir palūkanų norma. Buvo siūloma naudoti kaip užduotį ir neoficialių skolininkų skolų visumą. Kontrolė irgi sudaro keblumų. Kai IS kreivė nestabili, o LP kreivė stabili, FRS turėtų naudoti pinigų kiekio užduotį, o priešingu atveju — palūkanų normų užduotį.
5. Svertų tinkamumo kriterijai yra panašūs į užduočių kriterijus. Potencialūs svertai yra federalinių fondų palūkanų norma ir rezervų dydis. Visuminiai rezervai yra mažiausiai tinkamas rezervų rodiklis, neskolintieji rezervai — vidutiniškai, o skolintieji rezervai — labiausiai tinkamas.
6. FRS yra linkusi prisitaikyti prie rezervų ir pinigų paklausos pokyčių iš dalies dėl to, kad šie pokyčiai nepriklauso nuo IS kreivės pasislinkimo, o iš dalies dėl to, kad ji nori išlaikyti stabilias palūkanų normas.
7. 6 ir 7 dešimtmetyje FRS daugiausia dėmesio kreipė į iždo vekselių palūkanų normą. 8 dešimtmetyje pradėta vadovautis ir pinigų pasiūla, bet labiausiai buvo rūpinamasi federalinių fondų palūkanų norma. Nuo 1979 m. spalio mėn. iki 1982 m. rugpjūčio mėn. buvo eksperimentuojama su pinigų užduotimis. Dabar pagrindinė FRS užduotis, atrodo, yra nominalusis BNP.

PAGRINDINIAI TERMINAI

BNP planavimo užduotis	GDP targeting
užduotys ir svertai	targets and instruments
svertų kintamieji	instrumental variables
prisitaikymo politika	accommodative policy
pasyvioji bazė	base drift

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Kokie yra nominaliojo BNP planavimo užduoties privalumai ir trūkumai? O realiojo BNP?
2. Kodėl FRS kartais renkasi tik vieną užduotį? Kokie tokio pasirinkimo privalumai ir trūkumai?
3. Kodėl renkantis vieną iš dviejų užduočių — pinigų kiekio ar palūkanų normų — yra svarbu, ar IS ar LP kreivė yra labiau nuspėjama?
4. Aptarkite situaciją, kai pasirenkama pinigų kiekio užduotis, o ne palūkanų normų užduotis.
5. Kokie yra svertų kintamieji? Kodėl jie yra naudojami?
6. Parašykite rašinį, kritikuojantį arba ginantį FRS prisitaikymą prie pinigų paklausos.
7. Apibūdinkite FRS užduočių pasirinkimo evoliuciją.

LITERATŪRA

Board of Governors, Federal Reserve System. New Monetary Control Procedures. Washington, D. C., 1981. Stefenas Aksilrodas (Stephen Axilrod) įžanginiame straipsnyje pateikia naudingą šios didelės ir prieinamos tik specialistams FRS studijos santrauką.

James Fackler. Should the Federal Reserve Continue to Monitor Credit? — Federal Reserve Bank of Kansas City. Economic Review, 13 (1988, birželis), p. 39–50. Rimti argumentai, remiantys kreditų ir pinigų kiekio užduočių planavimą.

Federal Reserve Bank of St. Louis. Review. Kiekvienų metų pradžioje šioje „Apžvalgoje" būna straipsnis apie praėjusių metų FARK sprendimus ir FRS veiksmų pokyčius.

Benjamin Friedman. Values of Intermediate Targets in Implementing Monetary Policy. — Federal Reserve Bank of Kansas City. Price Stability and Public Policy. Kansas City, 1984, p. 169–191. Skatinanti mąstyti pažiūrų į užduotis ir svertus kritika.

Carl Gams. Federal Reserve Intermediate Targets: Money or the Monetary Base. — Federal Reserve Bank of Kansas City. Review, 65 (1980, sausis), p. 3–15. Diskusija dėl bazės užduoties kaip priešpriešos pinigų kiekio užduočiai.

Stephen McNees. Prospective Nominal GNP Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy. — Federal Reserve Bank of Boston. New England Economic Review (1987, rugsėjis/spalis), p. 3–9. Remiama BNP planavimo užduotis.

Paul Meek (ed.). Central Bank Views on Monetary Targeting. New York, Federal Reserve Bank of New York, n. d. Dokumentų rinkinys apie pinigų planavimo užduotį įvairiose šalyse.

Allan Meltzer, Robert Rasche, Stephen Axilrod, Peter Sternlight. Is the Federal Reserve's Monetary Control Policy Misdirected? — Journal of Money, Credit and Banking, 14 (1982, vasaris), p. 119–147. Labai įdomūs svarstymai.

PRIEDAS

Pateikiama Federalinio atvirosios rinkos komiteto (FARK) susirinkimo medžiaga „Vidaus politikos direktyva“[9].

1989 M. GEGUŽĖS 16 D. SUSIRINKIMAS

Susirinkimo pabaigoje Niujorko Federaliniam rezervų bankui buvo išleista tokia Vidaus politikos direktyva:

Šiame susirinkime aptarta informacija rodo, kad per pastaruosius mėnesius ekonomikos augimo tempai sulėtėjo. Kovo ir balandžio mėn. užimtumas visose ne žemės ūkio šakose labai sumažėjo, o užimtumas gamybos sferoje per du mėnesius beveik nepakito. Balandžio mėn. nedarbas padidėjo iki 5,3 procento. Balandžio mėn. pramonės produkcijos gamyba pradėjo augti po ankstesnių dviejų mėnesių nuosmukio. Per pastaruosius du mėnesius daug lėčiau didėjo vartojimo išlaidos. Balandžio mėn. dar labiau sumažėjo statybos. Dabartiniai gamybinio kapitalo išlaidų rodikliai rodo pakilimą po ketvirtojo ketvirčio nuosmukio. Nominalusis JAV prekybos deficitas buvo vidutiniškai mažesnis sausio ir vasario mėn. nei ketvirtajame ketvirtyje. Daugelis kainų rodiklių 1989 m. didėjo šiek tiek greičiau, nes didelę reikšmę turėjo žymus energijos kainų padidėjimas.

Nuo Komiteto susirinkimo kovo mėn. pabaigoje smarkiai sumažėjo palūkanų normos, o dolerio prekinė vertė (palyginti su kitomis G–10 valstybių valiutomis) valiutų rinkose dar padidėjo. Balandžio mėn. P2 ir P3 didėjo lėtai, pirmiausia dėl labai sumažėjusio sandėrių balanso. Balandžio mėn. P2 augimas buvo mažesnis negu Komitetas tiems metams buvo nustatęs, o P3 augimas atitiko numatytą žemesniąją ribą.

Federalinis atvirosios rinkos komitetas stengiasi sudaryti tokias pinigų politikos ir finansų sąlygas, kurios garantuotų tvirtas kainas, skatintų produkcijos augimą ir gerintų tarptautinius sandėrius. Siekdamas šių tikslų, vasario mėn. susirinkime Komitetas nustatė P2 ir P3 didėjimo ribas atitinkamai nuo 3 iki 7 procentų ir nuo 3,5 iki 7,5 procento, skaičiuojant nuo 1988 m. ketvirtojo ketvirčio iki 1989 m. ketvirtojo ketvirčio. Bendrosios vidutinės nefinansinės skolos augimo ribos metams buvo nustatytos nuo 6,5 iki 10,5 procento. Pinigų suvestinių rodiklių dinamika ir toliau bus vertinama pagal rodiklių kaitos greitį, suvestinėse atspindimą ekonominės ir finansinės rinkų raidą ir pagal tai, kiek pažengta, kad būtų išlaikytos tvirtos kainos.

Artimiausiu metu Komitetas siekia išlaikyti esamą įtaką rezervams. Atsižvelgiant į infliacijos rodiklius, gamybos augimo tempus, pinigų suvestinių rodiklių dinamiką, užsienio valiutų rinkų bei vidaus finansų rinkų raidą, laikotarpiu tarp susirinkimų reikėtų daugiau ar mažiau riboti rezervus. Tikimasi, kad numatytos rezervų sąlygos atitiks P2 ir P3 augimą nuo kovo iki birželio mėn. apie 1,5 ir 4 procentus. Pirmininkas gali konsultuotis su Komitetu, jei Vidaus ope-

[9] Paimta iš: *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 75 (1989, rugsėjis), p. 629–630.

racijų valdytojui atrodo, kad dėl rezervų sąlygų laikotarpiu iki kito susirinkimo federalinių fondų palūkanų norma peržengs 8–12 procentų ribą.

Už tokią politiką balsavo: ponai Grynspanas (Greenspan), Koriganas (Corrigan), Andželis (Angell), Gafis (Guffey), Heleris (Heller), Džonsonas (Johnson), Kynas (Kcehn), Kelis (Kelley), Lavaras (LaWare), ponia Sidžer (Seger) ir ponas Saironas (Syron). Prieš balsavo: p. Melceris (Meltzer).

Ponas Melceris balsavo prieš, nes norėjo, jog nedelsiant būtų šiek tiek sumažintas spaudimas rezervams. Kadangi infliacija buvo per didelė ir net galėjo netrukus dar padidėti, jis manė, kad paskutinių dvejų metų ribojamoji pinigų politika būtų galėjusi sumažinti infliacijos poveikį. Be to, jis teigė, kad labai ribojanti paskutinių ketvirčių pinigų politika (kurią rodo lėtas rezervų, pinigų bazės ir pinigų suvestinių rodiklių didėjimas) didina nuosmukio riziką, todėl tą politiką reikia keisti. Jei nuosmukio laikotarpiu politika kreipiama į greitą ekonomikos atgaivinimą, tai ji gali padaryti dar sunkiau pasiekiamą svarbiausią tikslą — tvirtas kainas.

23
SKYRIUS

Pinigų politikos poveikis ekonomikai

Ankstesniame skyriuje esame aptarę, kaip FRS keičia pinigų pasiūlą ir palūkanų normas. Šiame skyriuje pažiūrėsime, kaip tie pokyčiai veikia BNP ir įvairias ūkio sritis.

PERDAVIMO PROCESAS*

18 skyriuje matėme, kad pagrindinis skirtumas tarp monetaristinio ir keinsistinio pinigų įtakos ekonomikai aiškinimo yra tas, jog monetaristai (ne taip kaip keinsistai) šio proceso nedetalizuoja. Taigi prieš pereidami prie detalizuoto keinsistinio apibūdinimo, pateiksime tik trumpą visuminio perdavimo proceso apibūdinimą, t. y. monetaristinį perdavimo proceso variantą, kuris yra priimtinas ir keinsistams. Pirmiausia aptarsime poveikį vidaus ūkiui, o po to — užsienio prekybai.

Paketo pusiausvyra

Kiekvienas turi turto ir skolų įsipareigojimų paketą ir stengiasi, kad ribinės pajamos (piniginės ir numanomos) iš visų aktyvų būtų vienodos. Tarkime, pinigų kiekis padidėja, taigi bent keliuose paketuose dabar yra daugiau pinigų. Kai dėl įprastų priežasčių ribinis naudingumas mažėja, numanomas pelnas iš pinigų irgi sumažėja. Todėl paketo savininkai keičia pinigus į kitą turtą. Koks turtas perkamas, priklauso nuo kryžminio paklausos lankstumo, o tai savo ruožtu priklauso nuo turto rūšių panašumo. Pavyzdžiui, pinigai ir iždo vekseliai yra panašūs, todėl gali būti lengvai keičiami vieni į kitus (mat jų kryžminis paklausos lankstumas yra didelis). Tai ne tik labai sau-

* Vykstant perdavimui, pinigų politika veikia visuminę paklausą. Perdavimo procesui būdinga tokia įvykių eiga: keičiamas realusis pinigų kiekis; aktyvų paketo struktūros reguliavimas nulemia kapitalo kainos ir palūkanų normos kitimą; pakitusi palūkanų norma, koreguodama gamybos apimtį, nulemia visuminės paklausos kitimą. — Red. past.

gūs aktyvai, bet panaši ir su jais susijusi rizika. Jiems abiem būdinga infliacijos rizika, bet nebūdinga įsipareigojimų nevykdymo rizika. Be to, padidėjus palūkanų normoms, jų vertė daug nenukrinta. Taigi tie, kurie pradžioje turi pinigų perteklių, už juos perka daugiausia tokius vertybinius popierius, kaip iždo vekseliai, todėl šių vertybinių popierių palūkanų normos sumažėja. Bet iždo vekselių pardavėjai dabar įsigyja šį pinigų perteklių ir dažniausiai perka turtą, kuris nedaug skiriasi nuo iždo vekselių, pavyzdžiui, komercinius vertybinius popierius ir trejų metų vyriausybės vertybinius popierius. Šių vertybinių popierių pardavėjai savo ruožtu perka kitą turtą, todėl didėja visų turto rūšių paklausa, kol, susidarius naujai pusiausvyrai, visų turto rūšių duodamas pelnas (piniginis ir numanomasis) vėl pasidaro tolygus. Padidėja ir akcijų (kaip ir kitų turto rūšių) kaina, taigi ir korporacijų vertė. Kai veikiančių korporacijų vertė prašoka naujų sukūrimo išlaidas, pradedama investuoti. Tarkime, kad naujos gamyklos statyba kainuoja 100 mln. dolerių, o visuomenė pasirengusi sumokėti 110 mln. dolerių už akcijas tos korporacijos, kuri turi šią gamyklą. Todėl pelninga įkurti naują korporaciją, kuriai tokia gamykla priklausytų, arba prijungti tą gamyklą prie jau veikiančios korporacijos. Be to, sumažėjus pinigų, obligacijų ir kito panašaus turto duodamam pelnui, numanomas pelnas iš ilgalaikio vartojimo prekių bus didesnis už kitus pelnus, todėl gyventojai pirks daugiau ilgalaikio vartojimo prekių. Kai mažiau taupoma, gali padidėti ir trumpalaikių prekių vartojimas.

Keinsistų požiūris

Keinsistai perdavimą interpretuoja irgi panašiai, kaip ką tik išdėstyta portfelio pusiausvyros koncepcija, tik jie detaliau apibūdina procesą ir remiasi palūkanų normomis. Tarkim, kad palūkanų norma sumažėja. Tada mažėja investavimo išlaidos, išskyrus ypatingus atvejus, kai atitinkamai padidėja kitos (ne palūkanų normų) skolinimosi išlaidos. Todėl firmos stengiasi daugiau skolintis ir investuoti. Kaip esame minėję 12 skyriuje, nuo palūkanų normos pokyčių labiausiai priklauso ilgalaikės investicijos. Tai akivaizdu. Tačiau yra trys ne tiek akivaizdūs veiksniai, dėl kurių žemesnės palūkanų normos skatina firmas investuoti.

Vienas iš šių veiksnių — numatymo veiksnys. Kai firmos mato, jog FRS pradeda vykdyti labiau į plėtrą nukreiptą politiką, jos tikisi, kad galės daugiau parduoti. Todėl jos pradeda daugiau investuoti. Kita vertus, kai pinigų politika darosi labiau varžanti, firma mano, kad yra tikimybė, jog bus mažiau parduota.

Kitas veiksnys — tai kapitalo normavimo veiksnys. Kaip jau esame minėję, kapitalo rinka nėra tobula. Todėl bankai neparduoda savo skolinamųjų lėšų kiekvienam, kas tik gali sumokėti pakankamai dideles palūkanas už paskolą, o normuoja kreditus. Įsigiję daugiau rezervų, bankai greičiausiai

sumažins palūkanų normas, bet pirmiausia jie padidina kreditų normas ir suteikia paskolas klientams, kuriems prieš tai gal visai nebūtų skolinę. Kiti klientai, anksčiau gavę mažesnes paskolas nei jiems reikėjo, dabar gauna didesnes.

Trečiasis veiksnys — akcijų kainos. Kaip esame minėję 2 skyriuje, vienas iš firmos kapitalo vertės komponentų yra jos akcijų kaina. Jeigu firmos gali parduoti naujas akcijas brangiau nei anksčiau, jos greičiausiai parduos akcijas ir investuos į fizinį kapitalą; dėl to padidės visuminė paklausa. Bet ar labiau į plėtrą nukreipta politika iš tikrųjų didina akcijų kainas ir kaip?

Pinigų politika ir akcijų kainos

Kad suvoktume, kaip pinigų politikos pokyčiai veikia akcijų kainas, pirmiausia aptarkime situaciją, kai infliacija nedidėja. Tarkime, kad FRS vykdo plėtros politiką ir pinigų kiekis didėja. Akcijų kainas tai veikia trejopai. Pirma, visuomenės investiciniame pakete atsiranda daugiau pinigų; kadangi prieš tai pinigų atsargos sudarė pusiausvyrą, tai dabar žmonės turi per daug pinigų ir nori juos iškeisti į kitą turtą, tarp kitų dalykų ir į korporacijų akcijas. Antra, jei žiūrėsime į pelnų santykį, matysime, kad kai žmonės turi daugiau pinigų, ribinis numanomasis pelnas iš pinigų sumažėja ir pasidaro mažesnis negu prognozuojamasis pelnas (pakoreguotas pagal riziką) iš akcijų. Perkantys akcijas žmonės siūlo tokią kainą, kuriai esant prognozuojamasis pelnas (pakoreguotas pagal riziką) iš investuoto į akciją dolerio yra didesnis už ribinį pelną iš dolerio, kaip pinigų. Trečia, galime sakyti, kad dabartinė akcijos vertė, vadinasi, ir jos kaina, yra lygi prognozuojamiems ateities pelnams, diskontuotiems palūkanų normos dydžiu. Pinigų kiekio padidėjimas laikinai sumažina palūkanų normą ir padidina dabartinę prognozuojamųjų ateities pelnų iš akcijų vertę.

Ar tai žinodami galite uždirbti pinigų akcijų rinkoje? Ne, negalite. Kiti žmonės irgi turi šią informaciją. Taigi, kai jūs nubėgsite pas savo brokerį, pamatysite, kad ten jau yra daugiau žmonių, taip pat norinčių pirkti akcijų ir potencialūs pardavėjai prašo aukštesnės kainos. Informacija, kurią turi visi, nėra jums naudinga akcijų rinkoje. Tik jeigu jūs žinote ką nors (kas naudinga), o kiti to negali žinoti, jūs pasipelnote. Pavyzdžiui, jūs sužinote, kad FRS didina pinigų kiekio didėjimo procentą tokiais mėnesiais, kai mėnulio pilnatis yra ketvirtadienį. Tada, kol kiti to nesužinojo, jūs galite laiku numatyti akcijų kainas ir nusipirkti jų prieš pabrangstant.

Situacija bus dar sudėtingesnė, jei pasirinksime atvejį, kai sunkumų sudaro infliacija. Jei žmonės galvoja, kad didesnis pinigų daugėjimo procentas yra infliacinis, tai realios akcijų kainos greičiausiai nepadidės. Buvo paplitusi nuomonė, kad jos net sumažės, bet dabar tuo abejojama.

Vartojimas

Mažesnė palūkanų norma veikia ne tik investicijas, bet ir vartojimą. Net per metus ar panašų laikotarpį pinigų politika gali pakeisti visuminę paklausą, daugiau veikdama vartojimą negu investicijas. Tai nenuostabu, nes vartojimas sudaro apie du trečdalius BNP, o investicijos — tik apie vieną aštuntadalį. Jau 13 skyriuje esame aiškinę, kokiais būdais palūkanų normos veikia vartojimą. Pirma, jos veikia ne visai tiesioginiu būdu — gyventojai gali santaupoms skirti didesnį lėšų kiekį, nes jiems dabar naudingiau taupyti. Antra, gyventojai, kaip ir firmos, reaguodami į žemesnes palūkanų normas, pradeda investuoti į ilgalaikio vartojimo prekes. Trečia, kai žemesnės palūkanų normos padidina akcijų ir obligacijų vertę, pakyla žmonių gerovė ir tada daugiau vartojama. Ketvirta, išaugusi gerovė padidina gyventojų pajamų likvidumą.

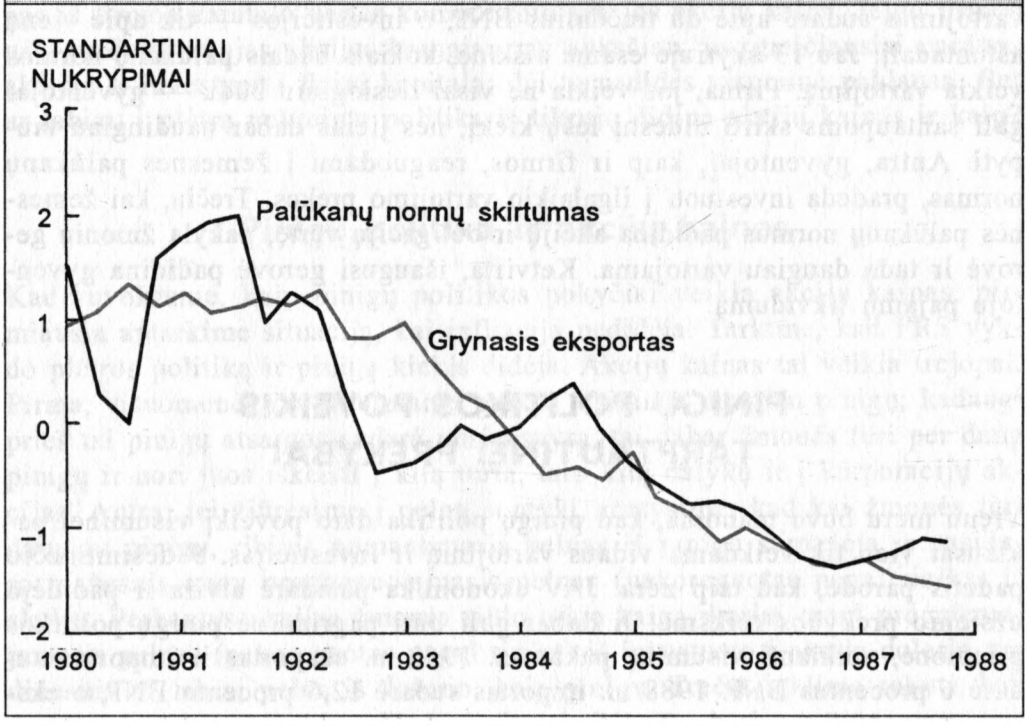
PINIGŲ POLITIKOS POVEIKIS TARPTAUTINEI PREKYBAI

Vienu metu buvo manoma, kad pinigų politika daro poveikį visuminei paklausai vien tik veikdama vidaus vartojimą ir investicijas. 9 dešimtmečio padėtis parodė, kad taip nėra. JAV ekonomika pasidarė atvira ir padidėjo užsienio prekybos reikšmė. Ji dabar gali būti pagrindinė pinigų politikos priemonė, veikianti visuminę paklausą. 1960 m. eksportas ir importas sudarė 6 procentus BNP. 1988 m. importas sudarė 12,6 procento BNP, o eksportas — 10,7 procento. Todėl visuminės JAV prekių ir paslaugų paklausos negalima tapatinti su JAV gyventojų visumine paklausa; yra visiškai ne taip. Taigi, jeigu pinigų politika darytų poveikį grynajam importui (skirtumas tarp eksporto ir importo), ji galėtų stipriai paveikti ir amerikiečių visuminę paklausą. Iš tiesų ji tai gali. Detaliau tarptautinius finansus aptarsime V dalyje. O dabar tarkime, kad visų šalies sandėrių su kitomis šalimis balansas turi būti lygus nuliui.

Jei šalies prekių ir paslaugų importas didesnis už eksportą, šalis turi pervesti vertybinius popierius arba pinigus į kitas šalis. Tai suprantamas dalykas. Mažiau suprantamas yra veidrodinis atspindys to, kad jei šalis daugiau skolinių reikalavimų (vertybinių popierių arba piniginių atsargų) perka iš kitų šalių nei parduoda, tada ji privalo daugiau importuoti nei eksportuoti. Kitos šalys turi sumokėti už įgyjamas turtines teises. Kadangi pagal apibrėžimą prekės ir paslaugos plius skoliniai reikalavimai sudaro visus komponentus vertės, kuri gali būti perduota, tai kuo daugiau skolinių reikalavimų jūs perduodate kitiems, tuo daugiau prekių ir paslaugų turite gauti mainais.

Pinigų politika keičia grynąjį eksportą netiesioginiu būdu — daro povei-

23.1 diagrama. Ryšys tarp palūkanų normų skirtumų ir grynojo eksporto. Palūkanų normų skirtumai (t. y. skirtumas tarp JAV federalinių fondų palūkanų normos ir trumpalaikių palūkanų normų Vokietijoje, Japonijoje, Šveicarijoje ir Jungtinėje Karalystėje) didele dalimi paaiškina grynojo eksporto svyravimus



kį grynosioms užsienio turtinėms teisėms į JAV aktyvus. Tarkime, kad palūkanų normos JAV didėja. Užsieniečiai nori turėti daugiau JAV vertybinių popierių, o JAV gyventojai, kurie anksčiau pirko ir laikė užsienio vertybinius popierius, dabar irgi nori turėti JAV vertybinių popierių. Padidėja grynasis JAV vertybinių popierių pardavimas ir atitinkamai turi padidėti užsienio prekių ir paslaugų grynasis importas[1]. Tai reguliuojantis mechanizmas, kuris anksčiau buvo apibūdintas taip: užsieniečiams reikia dolerių, kad nusipirktų JAV vertybinių popierių, todėl doleris valiutų rinkoje pabrangsta; JAV prekės pasidaro brangesnės už importines, eksportas sumažėja, o importas padidėja.

23.1 diagramoje matome, koks yra ryšys tarp JAV grynojo eksporto ir skirtumo tarp JAV ir užsienio šalių palūkanų normų. Kuo didesnis šis skir-

[1] Dažniausiai užsieniečiai Jungtinėse Valstijose perka vertybinių popierių tik šiek tiek daugiau arba šiek tiek mažiau kaip parduoda prekių ir paslaugų, o skirtumas tarp pirkimo ir pardavimo rodo, kaip pasikeitė jų pinigų atsargos. Bet jeigu pinigai apibūdinami kaip P1 arba P2 (didelių indėlių sertifikatai irgi laikomi vertybiniais popieriais, ir tai racionalus požiūris), tai jų pinigų atsargos yra labai mažos, nes jie gali daugiau užsidirbti, turėdami Iždo vekselių ar didelių indėlių sertifikatų.

tumas, t. y., kuo daugiau JAV palūkanų normos yra didesnės už užsienio šalių palūkanų normas, tuo mažesnis grynasis eksportas. Šis neigiamas ryšys iš pirmo žvilgsnio nėra aiškus, nes ir skirtumas tarp palūkanų, ir grynasis eksportas mažėja, tačiau detaliau panagrinėjus paaiškėja.

Tačiau tarptautiniai finansai gali ir kitaip veikti pinigų politiką — silpninti ją. Taip atsitinka, kai JAV padidėjus palūkanų normai, užsieniečiai (ir tie amerikiečiai, kurie kitu atveju pirktų užsienio vertybinius popierius) daugiau perka JAV vertybinius popierius, o tai sušvelnina palūkanų normos padidėjimą. Tai savo ruožtu sumažina FRS ribojamosios politikos įtaką investicijoms ir vartojimui. Tačiau svyruojančių valiutos kursų sistemoje tokio kompensavimo galimybės nėra didelės. Kadangi valiutų kursai kinta, užsieniečiai verčiau rizikuoja ir perka vertybinius popierius, įvertintus doleriais, o ne jų nacionalinėmis valiutomis, ir tai riboja kapitalo įplaukas. Tai plačiau aptarsime V dalyje.

RACIONALUSIS NUMATYMAS

Kol kas pinigų politikos poveikį ekonomikai apibūdinome daugiau mechaniniu aspektu. Dabar pats laikas daryti prielaidą, kad žmonės reaguoja ne tik į tai, kas jau yra įvykę, bet ir į tai, ko jie tikisi, kitaip tariant, remtis naująja klasikine teorija, minėta 19 skyriuje.

Tarkime, kad kainos yra labai lanksčios ir numatymas yra racionalus, o visiško užimtumo laikotarpiu FRS labai padidina rezervų bazę. Pirmiausia tai sumažins palūkanų normas ir skatins išlaidas, o tada žmonės, ypač tie, kurie yra gerai informuoti ir daro sprendimus, žinos, kas vyksta. Jie tikėsis, kad visuminė paklausa padidės. Tiksliau sakant, ekonomikai funkcionuojant tam tikru pajėgumu, žmonės tikėsis, kad darbo užmokestis ir kainos didės. Bet jei manoma kainas didėsiant, ar ne racionaliau yra stengtis apsisaugoti ir iš anksto daugiau pirkti (o ne išleisti prekes į rinką) ir planuoti parduoti prekes ateityje, be to, nedelsiant padidinti darbo užmokestį ir kainas? Taigi spartesnis bazės didėjimas gali tuoj pat sukelti kainų didėjimą. Žinoma, tai dažniausiai atsitinka, kai didelė ir netolygi infliacija verčia žmones sekti bazės didėjimą, o ne kai infliacijos nėra ar ji nedidelė.

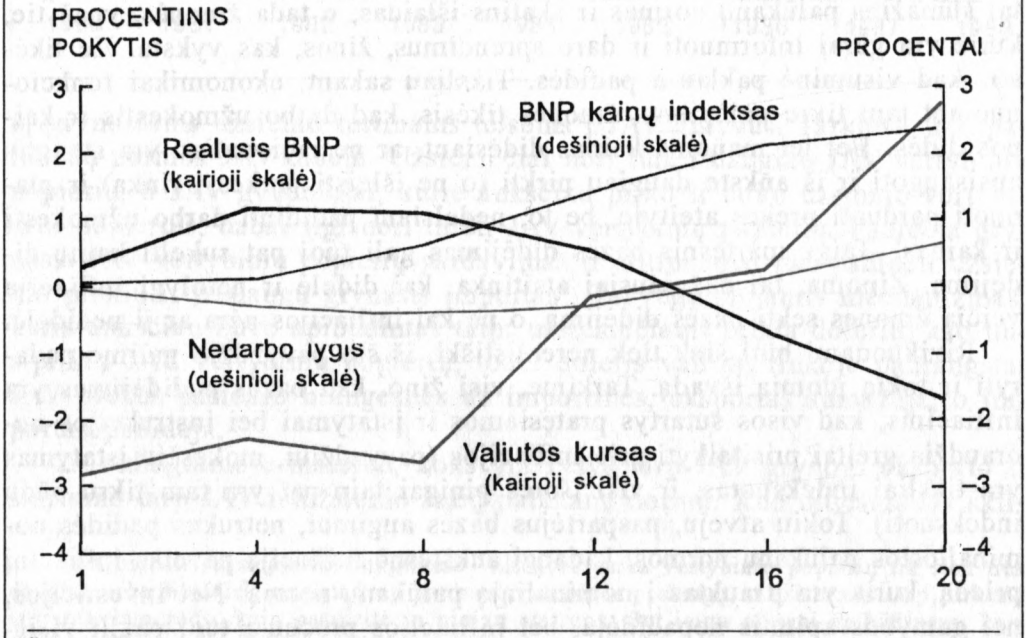
Rizikuodami būti šiek tiek nerealistiški, iš šio pavyzdžio galime padaryti ir tokią įdomią išvadą. Tarkime, visi žino, kad bazės padidėjimas yra infliacinis, kad visos sutartys pratęsiamos ir įstatymai bei instrukcijos nedraudžia greitai prisitaikyti prie infliacijos (pavyzdžiui, mokesčių įstatymas yra tiksliai indeksuotas, ir visi išorės pinigai taip pat yra tam tikru būdu indeksuoti). Tokiu atveju, paspartėjus bazės augimui, netrukus padidės nominaliosios palūkanų normos, kadangi aukštesnė infliacija paveiks infliacinį priedą, kuris yra įtrauktas į nominaliąją palūkanų normą. Nei investicijos, nei gamybos apimtis nepadidėja, bet infliacijos procentą tuoj pat ir visiškai nulemia bazės augimo pokytis.

Žinoma, tokios prielaidos, kad žmonės gali tiksliai atspėti spartesnio bazės didėjimo įtaką kainai, kad kainos yra labai lanksčios ir kad ilgalaikės sutartys, mokesčiai ir kita pagal įstatymus yra visiškai indeksuoti, yra mažai tikėtinos. Tačiau šis pavyzdys skatina mus ieškoti būdų, kaip pinigų politika galėtų veikti numatymą. Pavyzdžiui, Kongresas nurodė FRS išlaikyti 3 procentų nedarbą arba iždo vekselių palūkanų normą sumažinti iki 3 procentų. Tai beveik tuoj pat labai padidintų infliaciją. Priešingai, jei Kongresas nurodytų FRS pirmiausia stabilizuoti kainas, infliacija pradėtų mažėti net FRS dar nesiėmus jokių veiksmų.

EKONOMETRINIS MODELIS

Taigi pinigų politika veikia visuminę paklausą įvairiais būdais. **Ekonometrinis modelis** — tai viena iš galimybių suderinti šiuos būdus, atsižvelgiant į jų sąveiką.

23.2 diagrama. Prognozuojamas P1 nuolatinio didėjimo vienu procentu poveikis MPS modelyje. Iš pradžių realusis BNP didėja, o nedarbas mažėja. Bet tokių rezultatų nebegaunama, kai BNP kainų indeksas didėja. (Šaltinyje nurodyti tik septyni duomenų taškai dvidešimčiai ketvirčių, parodytų šioje diagramoje. Kitų ketvirčių duomenys yra išvestiniai.)



Šaltinis: *Flint Brayton, Eileen Mauskopf.* Structure and Uses of the MPS Quarterly Econometric Model of the United States. *Federal Reserve Bulletin*, 73 (1987, vasaris), p. 105.

23.1 lentelė. Pinigų politikos poveikio prognozės, remiantis dvylika modelių

Modelis	Pinigų pasiūlos 4% padidėjimo įtaka antraisiais metais[a]: Realiajam BNP	Vartojimo kainų indeksui
Federalinių rezervų tarpvalstybinis modelis	1,5	0,4
Europos ekonominės bendrijos kompaktinis modelis	1,0	0,8
Japonijos ekonominio planavimo agentūros modelis	1,2	1,0
Projektinis ryšys	1,0	–0,4
Liverpulio modelis	0,1	3,7
Mak Kibono ir Sakso (McKibbon–Sachs) modelis	0,3	1,5
Haso ir Masono (Haas–Masson) mažesnio tikslumo tarpvalstybinis modelis	1,0	0,8
Simso ir Litermeno (Sims–Litterman) vektorinis autoregresijos modelis	3,0	0,4
Europos bendradarbiavimo ir vystymo organizacijos jungtinis modelis	1,6	0,7
Teiloro (Taylor) modelis	0,6	1,2
Vortono (Wharton) modelis	0,7	0,0
Duomenų šaltinių korporacijos (Data Resources Inc.; DRI) modelis	1,8	0,4
Vidurkis	1,2	0,9
Standartinis nukrypimas[b]	0,8	1,0
Variacijos koeficientas[c]	0,7	1,1

[a] 4 procentų padidėjimas išdalytas per keturis ketvirčius. Nors kai kurie modeliai yra sudaryti užsienyje, jie pritaikomi ir JAV.
[b] Standartiniu nukrypimu matuojamas duomenų eilutės kitimas. Tai kvadratinė šaknis iš visų reikšmių nukrypimų nuo vidurkio kvadrato.
[c] Variacijos koeficientas — tai standartinis nukrypimas, padalintas iš vidurkio.

Šaltinis: *Jeffrey Frankel, Katharine Rockett.* International Macroeconomic Policy Coordination When Policymakers Do Not Agree on the True Model. — American Economic Review, 78 (1988, birželis), p. 324.

23.2 diagrama yra paremta **MPS modeliu** ir rodo, kokią tiesioginę ir netiesioginę įtaką turi nuolatinis PI didėjimas 1 procentu. Šį ekonometrinį modelį parengė ir naudoja Valdytojų taryba[2]. Šiame modelyje išnyksta PI didėjimo poveikis realiajam BNP ir kitiems realiems rodikliams, nes visą povcikį absorbuoja aukštesnės kainos. Tačiau, kaip matome 23.2 diagramoje, trumpalaikis poveikis realiems kintamiesiems yra nemažas ir neišnyksta net po penkerių metų.

[2] Šis modelis buvo specialiai sudarytas pinigų politikos poveikiui tirti. MPS modeliu vadinamas todėl, kad buvo sudarytas (vadovaujant Franco Modigliani) Masačūsetso technologijos institute ir Pensilvanijos universitete, finansiškai remiant Socialinių mokslų tyrimo tarybai.

Atkreipiame dėmesį, kad 23.2 diagrama rodo tik vieno iš daugelio ekonometrinių modelių apskaičiavimus. 23.1 lentelė rodo, kokį poveikį nominaliajam BNP ir vartojimo kainų indeksui daro pinigų kiekio padidėjimas 4 procentais pagal kitus 12 modelių. Jų prognozės yra visiškai skirtingos. Tokios skirtingos pinigų politikos poveikio prognozės yra dažnos vartojant ekonometrinius modelius. Kadangi geriausiu atveju tik vienas iš modelių gali būti teisingas, pagal juos padarytas prognozes reiktų vertinti labai atsargiai.

REGULIAVIMO SUSILPNĖJIMAS, NAUJI FINANSINIAI SVERTAI IR PINIGŲ POLITIKA

Žymus ekonomistas Albertas Voiniloveris (Albert Wojnilower) teigė, kad dėl silpnesnio reguliavimo ir finansų rinkų pokyčių sumažėjo ribojamosios pinigų politikos efektyvumas. Jis teigė, kad kol buvo naudojama taisyklė Q, skatinanti finansinio tarpininkavimo mažėjimą, tai kai tik palūkanų normos prašokdavo tam tikrą lygį, net ir nedidelis tų normų padidėjimas labai sumažindavo gyvenamųjų namų statybą ir sukeldavo ekonominį nuosmukį. Dabar, kai nebesusiduriame su finansinio tarpininkavimo mažėjimu, tik daug labiau padidėjusios palūkanų normos gali iš esmės sumažinti visuminę paklausą.

Be to, Voiniloveris teigia, kad investicijos yra nejautrios palūkanų normai, todėl griežta pinigų politika turi reikšti visų pirma kreditų normavimą. Tačiau dabar, kai finansų tarpininkai gali laisvai įsigyti lėšų pinigų rinkose, kreditų normavimas jau nebėra toks veiksmingas kaip anksčiau.

Voiniloveris dar sako, kad pinigų politiką labai susilpnino tai, kad vartojamos ne tik kintamų palūkanų normų hipotekos, bet ir apskritai vertybiniai popieriai, turintys kintamas palūkanų normas. Kai paskolos buvo išduodamos tvirtomis palūkanomis, skolininkai buvo linkę nesiskolinti ir atidėlioti investicijas, kol palūkanos atrodė per didelės. Dabar jie gali skolintis net palūkanoms esant per didelėms, nes žino, kad sumažėjus palūkanoms už naujas paskolas, sumažės palūkanos ir už anksčiau paimtas paskolas.

Voiniloverio šalininkų yra nedaug, tačiau jo požiūris vis tiek yra įdomus.

PINIGŲ POLITIKOS POVEIKIO PASKIRSTYMAS ĮVAIRIOMS ŪKIO ŠAKOMS

20 skyriuje minėjome griežtą pinigų politiką varžančią išlygą: jos našta neturi per smarkiai užgriūti kurios nors vienos ūkio šakos arba nedaugelio jos sričių. 7 ir 8 dešimtmečiuose ši išlyga virto rimta problema. Vykdant ribojamąją pinigų politiką, labai nukentėjo gyvenamųjų namų statybos šaka. Ne

vien todėl, kad namų statybai reikia ilgalaikio investavimo, bet ir todėl, kad beveik visi hipotekiniai kreditai buvo išduodami su nekintamomis palūkanomis ir gyventojai nenorėjo imti šių kreditų, kai palūkanos buvo didelės; dabar yra kitaip — visada galima pasirinkti paskolas su kintamomis palūkanomis. Be to, padidėjus palūkanoms, net tie gyventojai, kurie galėtų mokėti aukštesnes palūkanas, dažnai negali paimti hipotekinio kredito dėl sumažėjusio finansinio tarpininkavimo ir kreditų normavimo. Laikotarpiais, kai palūkanų normos didėdavo, dažnai sumažėdavo gyvenamųjų namų statyba; statyba būtų dar labiau sumažėjusi, jei valstybinės kredito įstaigos nebūtų pagelbėjusios.

FRS turėjo susirūpinti šiuo poveikiu dėl keleto priežasčių. Kai statybų mažėjimas būdavo susijęs su kreditų normavimu, o ne su potencialių pirkėjų atidėliojimu pirkti, tai rodė socialiai neefektyvų išteklių paskirstymą. Be to, didelis statybų darbininkų nedarbas nepadėjo išspręsti darbo jėgos trūkumo kitose šakose. FRS irgi turbūt turėjo rūpėti, ar teisinga vienai ūkio šakai užkrauti tokią didelę naštą. Be to, namų statyba nebuvo tik eilinė šaka. Gyvenimo sąlygų gerinimas buvo laikomas (pagrįstai ar ne) svarbiu politiniu tikslu. Be to, gyvenamųjų namų statybos pramonė turėjo didelę politinę galią ir galėjo daryti poveikį FRS savarankiškumui[3].

Ši problema dabar nėra tokia skaudi. Gyvenamųjų namų statybą vis dar veikia pinigų politika, bet ne tiek kiek anksčiau. Kai palūkanos yra aukštos, gyventojai gali naudotis kintamos palūkanų normos hipotekinėmis paskolomis. Padidėjus rinkos palūkanų normoms, taupomosios įstaigos dabar gali didinti palūkanas už indėlius, kad būtų išvengta tarpininkavimo sumažėjimo ir kreditų normavimo. Be to, pasikeitė visuomenės nuomonė. Dabar labiau rūpinamasi, kad būtų pakankamai investuojama į gamybą, kad galima būtų konkuruoti su užsienio gamintojais, ir mažiau — investicijomis į namų statybą.

Jei ribojamosios politikos įtaka gyvenamųjų namų statybai daugiau nesudaro problemų, kaip tada reikia vertinti jos poveikį šakoms, gaminančioms eksportui, arba šakoms, konkuruojančioms su importu? Tas poveikis gali būti stiprus, bet tai nelaikoma svarbiu dalyku. Viena iš priežasčių gali būti ta, kad tai yra sunkiau suvokiama nei poveikis gyvenamųjų namų statybai. Jei statybos sumažėja dėl to, kad statytojai nefinansuojami, o potencialūs pirkėjai negali gauti hipotekinių kreditų, tada pasidaro akivaizdu, kad FRS dėl to yra kalta[4]. FRS kaltė nėra tokia akivaizdi, kai, pakilus dolerio

---

[3] Gyvenamųjų namų statybos pramonė tokia įtakinga yra todėl, kad kiekvienoje Kongreso rinkimų apygardoje yra rangovų ir statybininkų, be to, ši šaka glaudžiai bendradarbiauja su įtakinga taupymo ir paskolų sistema. Kita vertus, jos įtaką didina ir tai, kad visuomenė yra linkusi emocionaliai reaguoti į namų statybos spartinimą.

[4] Priežastis, dėl ko kaltinama FRS, iš tiesų yra daug sudėtingesnė nei jos šalininkai teigia. Dėl nominaliųjų palūkanų normų išaugimo sumažėjęs finansinis tarpininkavimas ir ribojamoji pinigų politika sumažina infliacinį priedą, o dėl to faktiškai sumažėja nominaliosios palūkanų normos. Būtent ankstesnė, pernelyg į nevaržomą plėtrą nukreipta pinigų politika, padidinusi infliaciją, sukėlė finansinio tarpininkavimo sumažėjimą.

kursui, sumažėja eksportas ir padidėja importas. Tada dauguma žmonių kaltina amerikietiškų prekių kokybę bei užsienio šalių importo ribojimus. 9 dešimtmetyje dolerio kursas staiga pakilo, kai buvo didelis federalinis deficitas, todėl galima buvo manyti, kad priežastis yra tas deficitas. Gal kada nors ateityje FRS turės sušvelninti ribojamąją pinigų politiką dėl jos poveikio eksportui ir importui.

SANTRAUKA

1. Perdavimo procesą galima apibūdinti remiantis investicinio paketo balansu. Kai firmos ir gyventojai turi daugiau pinigų, jie įsigyja įvairių prekių bei turto ir taip atkuria savo investicinių paketų pusiausvyrą.
2. Keinsistai perdavimo procesą aiškina taip: pinigų kiekio padidėjimas sumažina palūkanų normas, tada dėl sumažėjusių skolinimosi išlaidų ir gal dėl didesnių akcijų kainų padidėja investicijos.
3. Palūkanų normų kitimai veikia dolerio kursą, todėl, mažėjant palūkanų normoms, padidėja eksportas, sumažėja importas ir vidaus ekonomika pradeda intensyviai plėtotis.
4. Pinigų politika, keisdama mokėjimą už santaupas, darydama poveikį gyventojų investicijoms į ilgalaikio vartojimo prekes, poveikį turtui bei likvidumui, paveikia ir vartojimą.
5. Pinigų politika daug lemia ir darydama poveikį žmonių numatymui: darbo užmokestis ir kainos gali padidėti anksčiau, negu iš tikrųjų padidėja pinigų kiekis.

PAGRINDINIAI TERMINAI

paketo pusiausvyra	portfolio equilibrium
grynasis eksportas	net exports
ekonometrinis modelis	econometric model
MPS modelis	MPS model
pinigų politikos poveikio paskirstymas	allocational effects of monetary policy

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Kaip jums atrodo, ar pinigų politika labai paveikė pajamų pasikeitimus per pastaruosius dešimt metų? Kad atsakytumėte į tą klausimą, pažiūrėkite į „Prezidento ekonominės ataskaitos“ duomenis. Pagrįskite savo išvadas šiais ar kitais duomenimis.
2. Palyginkite monetaristų ir keinsistų požiūrius į pinigų politikos poveikį pajamoms. Paaiškinkite, kodėl monetaristų požiūriu šis poveikis atrodo stipresnis, o keinsistų — silpnesnis.

3. Paaiškinkite, kokiais būdais į plėtrą nukreipta pinigų politika didina vartojimą.
4. Paaiškinkite ribojamosios pinigų politikos poveikį akcijų kainoms.

LITERATŪRA

Flint Brayton, Eileen Mauskopf. Structure and Uses of the MPS Quarterly Econometric Model of the United States. — Federal Reserve Bulletin, 73 (1987, vasaris), p. 93–109. Aiškinamas FRS ekonometrinis modelis.

J. Judd, J. Scadding. Financial Change and Monetary Targeting in the United States. — Federal Reserve Bank of San Francisco. Interest Rate Deregulation and Monetary Policy. San Francisco, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1983. Apibūdinama silpnesnio reguliavimo įtaka pinigų politikai.

David Laidler. Money and Money Income: An Essay on the Transmission Mechanism. — Journal of Monetary Economics, 4 (1978, balandis), p. 151–193. Puiki apžvalga, ypač numatymo aiškinimas.

Frederick Mishkin. Monetary Policy and Liquidity: Simulation Results. — Economic Inquiry, 16 (1978, sausis), p. 16–36. Įdomi savininkų likvidumo pokyčių analizė.

Albert Wojnilower. The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History. — Brookings Papers on Economic Activity, 2 (1980), p. 277–326. Puiki analizė, teigianti, kad pinigų politika gali apriboti ekonominį bumą tik sukeldama ekonominį nuosmukį. Puikiai parašyta — malonu skaityti.

PRIEDAS: VIENA IŠ PROBLEMŲ — LANKSTI PINIGŲ PALŪKANŲ NORMA

Pastaraisiais metais susilpnėjęs finansų reguliavimas ir finansų naujovės sudarė galimybę indėlininkams gauti už savo sandėrių sąskaitas tiksliai apibrėžtas palūkanas, kurios kinta pakitus palūkanų normoms atvirojoje rinkoje. Dėl to pinigų politika ir išlaidų pokyčiai gali reikšmingai veikti ekonomiką.

Tarkime, FRS sumažina pinigų kiekio didinimo normą. Kaip ir anksčiau, laikinai didėja palūkanų norma, bet dabar didėja ir palūkanos, mokamos už pinigus. Taigi ne taip apsimoka pereiti nuo pinigų prie vertybinių popierių. Likvidumo pirmenybės kreivė (pinigų paklausos kreivė) pasidaro statesnė, kaip ir LP kreivė. Panagrinėkime dar tokį konkretų atvejį: už pi-

nigus mokamos palūkanos kinta tiksliai pagal atvirosios rinkos palūkanų pokyčius. Vadinasi, padidėjus palūkanų normoms visai nėra reikalo turėti mažiau pinigų nei anksčiau, o LP kreivė pasidaro visiškai vertikali. Tačiau, kadangi bankai laiko rezervus, už kuriuos negauna palūkanų, indėlių procentas negali padidėti tiek, kiek padidėja palūkanos už vertybinius popierius. Taigi padidėjus palūkanų normoms, indėlininkai vis tiek nori pinigus iškeisti į vertybinius popierius, ir todėl LP kreivė nėra vertikali. Be to, bent jau iki šiol, bankų mokamos už indėlius palūkanos tik inertiškai reagavo į palūkanas už vertybinius popierius. Taigi šis konkretus atvejis tėra tik teorinis.

Esant statesnei LP kreivei, IS kreivės poslinkis sukelia mažesnius pajamų pokyčius. Tarkime, vyriausybės išlaidos padidėja. Kai vyriausybė skolinasi daugiau, padidėja palūkanų normos, ir todėl ribojamos privataus sektoriaus išlaidos. Kuo statesnė LP kreivė, tuo labiau didėja rinkos pusiausvyrai sudaryti reikalinga palūkanų norma, ir tuo labiau ribojamos privataus sektoriaus išlaidos. Ypatingu atveju, kai LP kreivė yra visiškai vertikali, padidėjusios vyriausybės išlaidos doleris po dolerio mažina privataus sektoriaus išlaidas, o nominaliosios pajamos nepakinta. Taigi mokant kintamas palūkanas už pinigus, pajamos darosi stabilesnės, vertinant pagal IS kreivės poslinkį. Bet jos darosi ne tokios stabilios, atsižvelgiant į LP kreivės poslinkį. Tarkime, kad Kembridžo lygties koeficientas k padidėja. Todėl padidėja palūkanų norma, kuri skatina laikyti mažiau pinigų, kad iš dalies būtų kompensuotas pradinis Kembridžo lygties koeficiento k didėjimas. Tačiau kadangi palūkanos už pinigus taip pat padidėja, kompensuojamasis poveikis susilpnėja.

Kintamų palūkanų už pinigus mokėjimas sukuria pervedimo problemą, kuri gali būti rimta. Dabar skatinama čekinėse sąskaitose laikyti lėšas, kurios kitu atveju būtų investuojamos į kitą turtą. Šių čekinių indėlių palūkanų ir pajamų lankstumas gali gerokai skirtis nuo ankstesnių indėlių lankstumo. Taigi vidutinis palūkanų ir piniginių pajamų lankstumas pasikeitė. FRS gali sugaišti laiko, norėdama įvertinti naujo lankstumo reikšmes, todėl iš karto jos prognozės gali būt ne visai tikslios.

24 SKYRIUS

Ar anticiklinė pinigų politika gali būti sėkminga?

Senosios, tradicinės pinigų politikos uždavinys buvo palaikyti aukso (arba sidabro) standartą ir apsisaugoti nuo finansinės panikos. 3 dešimtmečio pradžioje Keinsas kėlė mintį, kad pinigų politika turi nuolat stabilizuoti vidaus ekonomiką. Tuo metu pasiūlymas dėl anticiklinės pinigų politikos* buvo radikalus, bet po 1929 m. tai pasidarė visų pripažįstama taisykle. Dar visai neseniai daug ekonomistų kritikavo šią taisyklę, teigė, kad tai tuščias reikalas, nes siekianti stabilizuoti ekonomiką pinigų politika veikiau sukursianti dar didesnį nestabilumą ir infliaciją. Šiame skyriuje panagrinėsime priežastis, kodėl taip buvo manoma. Čia bus kalbama apie trejopas problemas — tokias, kurios kyla dėl pinigų politikos poveikio vėlavimo, dėl racionaliojo numatymo ir dėl politinių bei administracinių sunkumų.

POVEIKIO VĖLAVIMO PROBLEMA

Norint stabilizuoti BNP, nepakanka, kad FRS darytų poveikį BNP. Reikia, kad šis poveikis būtų laiku — t. y. didintų BNP, kai kyla grėsmė, kad jis bus per mažas, ir mažintų, kai yra pavojus, kad gali per daug padidėti. Tai nelengva, nes FRS veiksmai paveikia BNP tik po kurio laiko. Taigi, jei FRS vykdo BNP didinimo politiką tuo metu, kai BNP yra per mažas, tai ši politika gali pradėti didinti BNP tada, kai jis bus jau per didelis. Kad suprastume, kodėl vėluojantis FRS poveikis BNP gali sukelti rimtų sunkumų, pirmiausia turime išsiaiškinti, ką iš tikrųjų tas vėlavimas reiškia. Tai nėra paprastas laiko tarpsnis tarp datos, kai paaiškėja, kad tokios politikos reikia (kai, pavyzdžiui, BNP yra per mažas), ir datos, kai ši politika jau pakeičia BNP. Ne visas pajamų pokytis susidaro vienu metu. Tam tikras poveikis pasireiškia greitai, bet kol pasiekiamas galutinis rezultatas, praeina gerokai laiko. Mes čia susiduriame ne su veiksmo pradžios taško ir rezul-

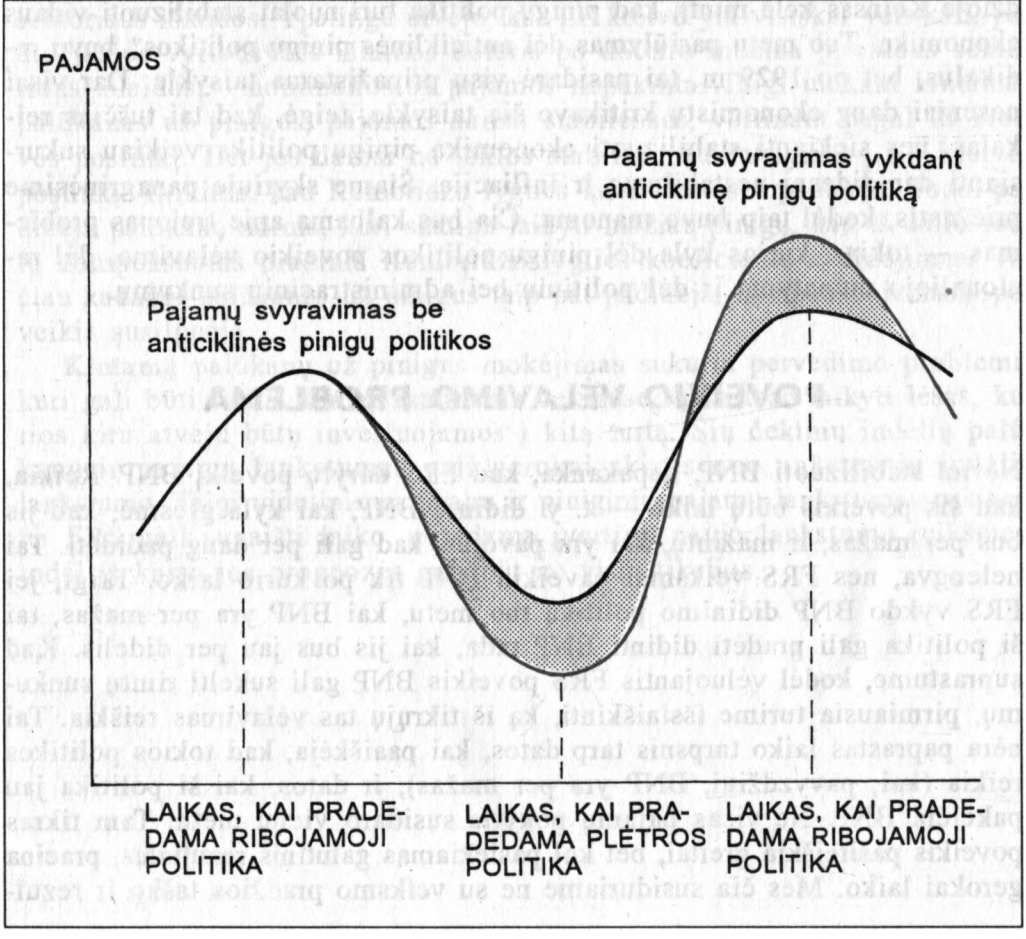
---

* Anticiklinė pinigų politika — tai priemonės, kuriomis siekiama išvengti ūkinės veiklos ciklų ir palaikyti stabilią ekonomiką. — Red. past.

tato taško situacija, bet su **poveikio pasiskirstymu laiko atžvilgiu**, taigi, užuot sakę, jog reikia penkiolikos mėnesių tam, kad pinigų politika pakeistų pajamas, mes turėtume sakyti, pavyzdžiui, kad 30 procentų poveikio bus pasiekta po keturių mėnesių, 60 procentų — po dvylikos mėnesių ir 100 procentų — po dvidešimt keturių mėnesių.

Jei pinigų politika pajamas paveiktų tuoj pat, FRS užduotis būtų daug paprastesnė. Pastebėjusi ekonominį nuosmukį, ji paprasčiausiai imtųsi plėtros politikos ir, atvirkščiai, kai paklausa per didelė, imtųsi ribojamosios politikos. Stebėdama esamą pajamų lygį, ji galėtų įsitikinti, kad jos politika yra pakankama, kad būtų išlaikytos reikiamo dydžio nominaliosios pajamos[1].

24.1 diagrama. Ne laiku vykdomos stabilizuojamosios politikos poveikis. Ne laiku vykdoma stabilizuojamoji politika gali būti destabilizuojamoji



[1] Problemą sudarytų tik tai, kad tikslių duomenų apie dabartines pajamas negalima tuoj pat gauti, bet tai būtų palyginti nedidelė problema.

Deja, taip nėra; FRS pakeitus politiką, pajamos gali būti iš esmės paveiktos tik po tam tikro laiko. Kai poveikis atsiranda, ekonominės sąlygos gali būti tiek pasikeitusios, kad nuosmukio laikotarpiu pradėta plėtros politika padidins pajamas, kai jos jau ir taip bus per didelės, arba ribojamoji politika, įvesta ankstesnio pakilimo metu, sumažins pajamas prasidėjus nuosmukiui. Kai FRS vėl pakeis savo politiką, naujos politikos poveikis vėl gali prasidėti netinkamu laiku. Vadinasi, gali atsitikti stabilizatoriaus košmaras, parodytas 24.1 diagramoje — pinigų politika dar labiau padidina ekonomikos ciklo amplitudę. Į šią padėtį reikėjo atkreipti rimtą dėmesį, nes pokario laikotarpio ūkio ciklai buvo trumpi. 1945–1982 m. vidutinė nuosmukio trukmė buvo tik vienuolika mėnesių, o vidutinė ekonominio kilimo trukmė buvo trisdešimt keturi mėnesiai.

Formalusis modelis

Miltonas Frydmenas (Milton Friedman) sudarė modelį, kuris rodo, kaip svarbu yra, kad anticiklinė pinigų ir iždo politika būtų tinkamai vykdoma laiko atžvilgiu. Tarkime, bendra visuminės paklausos kitimo tendencija yra tokia, kokios ir reikia, o mes norime tik sumažinti nukrypimus nuo šios tendencijos. Patogus svyravimų apskaičiavimo būdas — statistinis rodiklis, vadinamas **dispersija**. (Kad gautume dispersiją, imame skirtumą tarp kiekvieno stebėjimo reikšmės ir vidurkio ir pakeliame kvadratu. Tada imame šių kvadratu pakeltų skirtumų vidurkį.) Kadangi dispersija reiškia kvadratinį nuokrypį nuo vidurkio, tai pasirinkę stabilizuojamosios politikos tikslu dispersijos mažinimą, mėginame mažinti ne visuminės paklausos nukrypimus nuo pageidaujamo lygio, bet jų kvadratus. Dėl to mes pradedame daugiau rūpintis keliais dideliais nukrypimais nei daugeliu mažų[2]. Papildomų pajamų doleriui (jis taip pat nepageidaujamas, kaip ir pajamų trūkumo doleris) apibūdinti vartojama ir numanomosios vertės sąvoka.

Dabar tarkime, kad norime sumažinti nominaliųjų pajamų dispersiją. Ribinio investicijų efektyvumo pokyčiai sukelia pajamų pasikeitimus. Pajamų dispersiją, kuri priklauso nuo šių *privataus sektoriaus* svyravimų ir nepriklauso nuo politikos, pažymėsime dydžiu σ^2_x. Tada, norėdami stabilizuoti padėtį, turime sukelti tokius pajamų pokyčius, kurie kompensuotų šiuos ne-

[2] Pavyzdžiui, palyginkime dviejų rūšių politiką. Politika A sudaro tokią nukrypimų nuo vidurkio statistinę eilutę: 0, 4, 0. Politika B sudaro nukrypimus 2, 2, 1. Jei kriterijumi laikomas absoliučių nukrypimų minimizavimas, tada politika A yra geresnė. Bet jei mes norime sumažinti nukrypimų kvadratą, geresnė yra politika B (suma lygi 9). Mes naudojame vadinamąją kvadratinę naudingumo funkciją: $N = f(I^2, N^2)$; čia I — faktinės infliacijos perviršis palyginti su pageidaujamu infliacijos procentu, o N — faktinio nedarbo perviršis palyginti su visiško užimtumo procentu. (Kadangi tiek infliacija, tiek nedarbas mažina naudingumą, f žymi neigiamą funkciją.) Tokia kvadratinė naudingumo funkcija reiškia subjektyvų įvertinimą, o tai ne visiems priimtina.

priklausomus svyravimus. Kadangi siekiame tik sumažinti pajamų nukrypimus nuo vidurkio, o ne vidutiniškai pakeisti pajamų lygį, šie politikos sukelti pokyčiai kartais yra teigiami, kartais — neigiami, o jų vidurkis yra lygus nuliui. Jų dispersiją (svyravimą) apie nulį vadinsime σ^2_y. Bendroji pajamų dispersija, pažymėta σ^2_z, susidaro ir dėl pradinių pajamų svyravimų, ir dėl politikos sukeltų svyravimų. Statistikos teorema sako, kad tai yra:

$$\sigma^2_z = \sigma^2_x + \sigma^2_y + 2R\sigma_x\sigma_y;$$

čia R — koreliacijos koeficientas tarp pradinio pajamų nuokrypio, σ^2_x, ir stabilizuojamosios politikos sukeltos dispersijos σ^2_y.[3]

Kai, spręsdami problemą, remiamės šia dviejų nuokrypių sumos lygtimi, matome, kokią didelę reikšmę turi koreliacija tarp pradinių pajamų svyravimų ir politikos sukeltų svyravimų, tai yra, politikos poveikio laikas. Jeigu politika vykdoma nelaiku (kai R yra teigiamas), nominaliosios pajamos padidėja, kai jos ir taip jau yra didesnės už vidurkį, arba sumažėja, kai jos jau būna mažesnės už vidurkį, ir tada mes susiduriame su stabilizavimo košmaru.

Jei minėtoji lygtis rodytų tik šį akivaizdų dalyką, mes jos visai nenaudotume. Bet ji dar rodo kitus du ne tokius akivaizdžius dalykus. Pirma, nepakanka, kad politika būtų neutrali laiko nustatymo atžvilgiu, t. y., kad būtų numatytas pusiau tinkamas laikas. Jei taip atsitinka ir kai $R = 0$, paskutinis lygties dėmuo atkrinta, ir pajamų dispersija pasidaro lygi $\sigma^2_x + \sigma^2_y$, o tai, žinoma, yra daugiau už σ^2_x. Taigi, jeigu FRS tik iš dalies gerai numato laiką, tai pajamos yra destabilizuojamos. Vadinasi, yra rimtas pavojus, kad stabilizuojamoji politika faktiškai gali destabilizuoti. Antra, algebriniu būdu galima gauti maksimaliai efektyvų stabilizuojamosios politikos poveikį pajamoms kiekvienam R. Tai yra $\sigma^2_y = -R\sigma^2_x$. Bet kuri politika, kuri mėgina pasiekti didesnį rezultatą, faktiškai gauna jį mažesnį. Pavyzdžiui, FRS vykdo politiką, kuri kompensuotų visus pajamų svyravimus; tai yra, nustatoma, kad $\sigma_y = \sigma_x$. Jei koreliacijos koeficientas yra –0,5, tokia politika visiškai nesumažina pajamų grynųjų svyravimų[4]. O jeigu koreliа-

---

[3] Koreliacijos koeficientas gali būti paaiškintas regresijos lygtimi $y = a + bx + u$; čia a yra konstanta, b rodo x poveikį y, o u yra laisvai pasirenkamas kintamasis. Tada reikia, kad kompiuteris atrinktų tas a ir b reikšmes, su kuriomis x paaiškintų didesniąją dalį y kvadratinio pokyčio, t. y. sumažintų kvadratinę u reikšmę. Jei u yra nulis, tada x ir y puikiai koreliuoja; t. y., kai žinome konstantas $a + b$, turėdami x, žinosime, koks turi būti y. Šiuo atveju koreliacijos koeficientas yra vienetas (ar minus vienas, kai b neigiamas). Dabar tarkime, kad tarp x ir y nėra jokio ryšio: pavyzdžui, x yra jūsų amžius, o y — jūsų vairavimo teisių numerio paskutinis skaitmuo. Šiuo atveju iš x reikšmės negalima nuspręsti, koks bus y. Tokiu atveju koreliacijos koeficientas yra nulis. Kvadratu pakeltas koreliacijos koeficientas rodo, kokia dalis y pokyčio gali būti paaiškinta x pokyčiu.

[4] Jeigu $\sigma^2_x = \sigma^2_y$, o $R = -0,5$, tai dėmenys $\sigma^2_x + \sigma^2_y + 2R\sigma_x\sigma_y$ sumažės iki σ^2_x, o tai rodo pradinį pajamų svyravimą, netaikant stabilizuojamosios politikos. Jeigu koreliacijos koeficientas yra –0,5, optimali politika gali sumažinti pajamų svyravimus daugiausia 25 procentais; bet kuri stipriau veikianti politika padarys mažesnį poveikį.

cijos koeficientas būtų –0,4, tai faktiškai padidintų pajamų svyravimus[5]. Per daug gali būti blogiau negu nieko.

Toks požiūris į politiką daug ko pamoko. Paaiškėja, kaip svarbu yra numatyti politikos poveikio laiką, nes tai lemia *R*. Iš čia matome, kad 1) pakanka nedidelės klaidos numatant poveikio laiką, kad politika pradėtų destabilizuoti ir kad 2) reikia vengti per daug griežtos politikos. Taigi FRS privalo stengtis tiksliai apskaičiuoti tiek būsimas nominaliąsias pajamas, tiek jos taikomos politikos poveikį nominaliosioms pajamoms. Tačiau nepamirškime, kad visa tai taikoma tik stabilizuojamajai politikai, t. y. politikai, kuri siekia išlyginti nominaliųjų pajamų svyravimus. Politika gali būti labiau orientuota į vidutinio pajamų lygio pakeitimą. Pavyzdžiui, politika, dėl kurios nedarbas svyruoja, sakykim, tarp 5 ir 7 procentų, yra žymiai geresnė už tą, kuri lemia stabilų 12 procentų nedarbą.

Problemos, kylančios dėl poveikio vėlavimo

Jeigu pinigų politika paveiktų pajamas beveik iš karto, FRS nebūtų sunku numatyti būsimąsias pajamas. Kadangi per tokį trumpą laiką kaip mėnuo pajamos pasikeičia labai nedaug, FRS galėtų remtis dabartiniu pajamų lygiu ir, šiek tiek pakoregavusi jį pagal augimo koeficientą, apskaičiuoti, kokios bus pajamos tada, kai politika padarys poveikį. Bet tai neįmanoma, jei pinigų politika paveikia pajamas tik per ilgesnį laiką. Tarkime, poveikis atsiranda tik po dvejų metų. Per dvejus metus ekonominė situacija gali labai pasikeisti. Taigi, jei FRS pasirinks politikos kryptį, remdamasi dabartinėmis pajamomis, tai koreliacija tarp pradinių pajamų svyravimų (σ^2_x) ir politikos sukeltų pajamų svyravimų (σ^2_y) greičiausiai bus lygi nuliui, ir pinigų politika destabilizuos ekonomiką. Jei pinigų politikai būdinga poveikio vėlavimas (o tai rodo empiriniai tyrimai), tai FRS turėtų imtis pajamų prognozavimo. Kadangi aišku, kad FRS prognozės ne be klaidų, tai mažina stabilizuojamosios politikos efektyvumą.

Kitas dalykas, dėl ko svarbi yra poveikio vėlavimo trukmė: FRS reikia turėti laiko atsargą, kad galėtų ištaisyti savo klaidas. Tarkime, ji tikėjosi, kad pajamos sumažės, ir vykdė plėtros politiką, o išėjo taip, kad pajamos padidėjo daugiau nei buvo tikėtasi. Jei laiko tarpas nedidelis, FRS gali greitai pakeisti savo veiksmus ir ištaisyti klaidas. O jei laiko tarpas didelis, ji to nebegali padaryti[6].

---

[5] Šiuo atveju pajamų dispersija būtų $2\sigma^2_x - 0{,}8\sigma^2_x = 1{,}2\sigma^2_x$, o nevykdant politikos būtų σ^2_x.

[6] Teoriškai imant, FRS galėtų išvengti šios problemos, jei imtųsi koreguojamosios politikos, daug stipresnės už pradinę, ir pataisytų pradinius veiksmus. Pavyzdžiui, pirmame ketvirtyje pinigų politikos poveikis pajamoms sudaro tik 20 procentų viso poveikio, o po metų — tik 80 procentų. FRS galėtų per ketvirtį visiškai pataisyti prieš metus pradėtos politikos veiksmus, jei imtųsi koreguojamosios politikos, kuri būtų keturis kartus stipresnė už ankstesniąją. Tačiau tokie dideli politikos pakeitimai daug kainuoja — jie sukelia

Dar yra ir trečia problema. Kad stabilizuojamoji politika būtų efektyvi, FRS turi gana tiksliai žinoti, koks yra *R*, nes tai yra koreliacija tarp pajamų svyravimų ir jos vykdomos politikos. Bet kad tai išaiškintų, FRS turi tiksliai numatyti ne tik būsimąsias pajamas, bet ir savo politikos poveikį per kiekvieną laikotarpį, sakykim, per kiekvieną ketvirtį; kitaip tariant, turi numatyti, koks bus politikos poveikio vėlavimo trukmės pasiskirstymas laiko atžvilgiu. Tai būtų nemaža ekonometrinė problema, net jei vėlavimas būtų gana tolygus. Tačiau problema pasidaro dar sudėtingesnė, kai vėluojančio poveikio trukmė svyruoja, t. y. vėlavimas labai netolygus. Tarkime, FRS pranešė FARK, kad poveikio vėlavimo trukmė vidutiniškai yra vieneri metai, bet vienu trečdaliu atvejų tai užtrunka tik tris mėnesius, o dviem trečdaliais — dvejus metus. Spręsdamas, ar reikia imtis plėtros ar ribojimų politikos, FARK nežinotų, ar savo politiką orientuoti į pajamų lygį, būsiantį po trijų mėnesių, ar po metų, ar po dvejų. FARK turi svarstyti ne tai, kokia vidutinė poveikio vėlavimo trukmė, o tai, kokios galima laukti konkretaus veiksmo poveikio vėlavimo trukmės. Taigi vidutinę poveikio vėlavimo trukmę pakanka žinoti tik tuo atveju, kai vėlavimas tik nedaug skiriasi nuo to vidurkio. Todėl, jei FRS pagal savo ekonometrinį modelį remiasi vidutine trukme, jos politika dažnai gali veikti destabilizuojančiai, net jei pagal modelį vidutinė vėlavimo trukmė apskaičiuota teisingai. Tačiau taip nebūna, jei FRS vengia griežtų prognozių ir paprasčiausiai remiasi dabartiniu pajamų lygiu[7].

24.1 lentelė. Nuo 1971 m. II ketvirčio iki 1985 m. I ketvirčio ateinantiems metams prognozuoto BNP vidutinė absoliutinė paklaida

	Vidutinė absoliutinė paklaida procentais	Vidutinė absoliutinė paklaida procentais nuo vidutinio metinio pokyčio
Nominalusis BNP	2,1	23
Realusis BNP	1,6	60
BNP kainų indeksas	1,4	21

Pastaba: Vidutinė absoliutinė paklaida gaunama susumavus visas paklaidas (pliusines ir minusines) ir padalijus iš atvejų skaičiaus.

Šaltinis: *Stephen McNees.* Which Forecast Should You Use? — Federal Reserve Bank of Boston. New England Economic Review (1985, liepa/rugpjūtis), p. 37; nespausdinti JAV Komercijos departamento duomenys.

stiprius palūkanų normų svyravimus. Be to, dažnai koreguojant politiką, imantis griežtesnių priemonių, gali kilti labai staigūs ir dideli politikos svyravimai. Nors tai nėra labai tikėtina.

[7] Jei FRS savo politiką grindžia tik esamomis pajamomis, tada, kad ir kaip būtų keista, poveikio vėlavimo trukmės kitimas nesudaro nuostolių. Iš tikrųjų kuo labiau ji svyruoja, tuo didesnė tikimybė, kad politika bus stabilizuojamoji. Mes nežinome, kaip paaiškinti šį keistą matematinės analizės rezultatą. Žr. *Haskell Benishay.* A Framework for the Evaluation of Short-Term Fiscal and Monetary Policy. — Journal of Money, Credit and Banking, 4 (1972, lapkritis), p. 779–810.

Taigi, kai pinigų politikos poveikis daug vėluoja, FRS susiduria su trimis sunkumais. Ji turi prognozuoti pajamas, net ir sakydama, kad pajamos nesikeis; ji negali greitai ir lengvai ištaisyti padarytų klaidų; ji turi apskaičiuoti savo politikos priemonių poveikį per kiekvieną laiko tarpsnį.

Taigi, norėdami nustatyti, ar FRS turima informacija yra pakankamai tiksli, kad galėtų efektyviai stabilizuoti ūkį, turėtume žinoti, ar tikslios yra pajamų prognozės ir kokiu tikslumu ji nuspėja savo politikos poveikį per kiekvieną laikotarpį. Nė vieno iš šių dalykų negalime žinoti, nes FRS nepateikia savo paskutinių metų prognozių. Tačiau ankstesnio laikotarpio duomenys rodo, kad FRS prognozuoja beveik taip pat gerai, kaip ir privatūs prognozuotojai[8]. Taigi privačių prognozuotojų prognozių pavyzdys, pateiktas 24.1 lentelėje, rodo, kaip tiksliai FRS gali nuspėti ekonomines sąlygas.

Empiriniai poveikio vėlavimo trukmės apskaičiavimai

Galima skirti du poveikio vėlavimo tarpsnius. Pirmasis — **vidinis vėlavimas,** t. y. **laikas nuo to momento, kai atsiranda veiksmų poreikis, iki FRS veiksmų pradžios.** Tai pasiskirstęs vėlavimas, nes FRS negali visų savo veiksmų imtis vienu metu. Paprastai ji vykdo savo naują atvirosios rinkos politiką tam tikrais žingsniais, išdėstytais per kelis mėnesius, nes nežino, ar naujoji politika yra kaip tik ta, kokios reikia, ir todėl nenori skubėti.

Šis vidinis vėlavimas gali būti (nors nebūtinai yra) labai mažas. Tai priklauso nuo to, ar FRS yra linkusi veikti remdamasi prognozėmis, o ne laukti, kol sąlygos faktiškai pasikeis. Be to, tai priklauso ir nuo to, ar FRS keis politiką dideliais žingsniais, sparčiai, ar daugeliu nedidelių žingsnių, trunkančių tam tikrą laiką. Taigi, jei ji nori atlikti daugumą atvirosios rinkos pirkimų anksčiau negu iš tikrųjų prasidės ekonomikos nuosmukis, vidinis vėlavimas yra neigiamas. Vadinasi, vidinis vėlavimas priklauso nuo pačios FRS, kitaip tariant, nuo Valdytojų tarybos pirmininko.

Dar yra **išorinis vėlavimas**. Tai yra **laikas nuo FRS veiksmų pradžios momento iki pajamų pasikeitmo**. Aišku, padidėjęs pinigų kiekis ir sumažėjusios palūkanų normos iš karto nepadidina pajamų. Prieš investuodamos firmos turi padaryti sprendimą investuoti, parengti planus, tvarką ir kita. Panašiai ir vartojimas: praeina kiek laiko, kol palūkanos už vartojimo kreditą sumažėja ir kol gyventojai reaguoja į jų pinigų atsargų padidėjimą arba į vertybinių popierių kainų padidėjimą dėl mažesnių palūkanų.

Išorinis vėlavimas yra objektyvesnis ir mažiau nei vidinis priklauso nuo FRS kontrolės. Nemaža ekonomistų mėgino tai apskaičiuoti. Vieni naudo-

[8] *Raymond Lombra, Michael Moran.* Policy Advice and Policy making at the Federal Reserve. — Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 13 (1980, ruduo), p. 9–68.

josi ekonometriniais modeliais, kiti — pajamų iš pinigų regresine analize arba matavo laiko tarpą tarp pinigų kiekio didėjimo lūžio taškų ir ūkio ciklo lūžio taškų. Kai kurie ekonomistai skaičiavo, kiek laiko trunka firmų investavimai, kiti nagrinėjo (analizė pateikta 14 skyriuje), per kiek laiko, pakitus pinigų kiekio augimo procentui, palūkanos grįžta į savo ankstesnį lygį. Deja, taip ir nebuvo galutinai susitarta, nors daugelis šių tyrimų parodė, kad pinigų politika pusę savo poveikio padaro ne greičiau kaip per du metų ketvirčius[9]. Tai tik bendras požiūris, o yra daugybė skirtingų apskaičiavimų, naudojamasi sudėtingais ekonometriniais modeliais, tarp kitų ir FRS parengtu MPS modeliu; apskaičiavimai paprastai rodo didelį poveikio vėlavimą. Pagrindinė priežastis, dėl kurios šie modeliai rodo ilgą poveikio trukmę, yra ta, kad daugelyje jų naudojama palūkanų normų lygtis rodo labai lėtą ilgalaikių palūkanų normų prisitaikymą prie trumpalaikių palūkanų normų pokyčių, kuriuos sukelia FRS.

Visi šie metodai yra kritikuojami, o skirtingi jų rezultatai sako, kad nereikia pasitikėti duomenimis apie pinigų politikos poveikio vėlavimo trukmę. Be to, empiriškai buvo šiek tiek nagrinėta, kiek pinigų politikos poveikio trukmė gali įvairuoti kiekvienu konkrečiu atveju, ir nedidelis gautos informacijos kiekis rodo, kad poveikio vėlavimo trukmė gali labai įvairuoti. Jei taip yra iš tikrųjų, tai kelia nemažą nerimą.

Politikos priemonės: tolesnis nagrinėjimas

Dabar galime sugrįžti prie pinigų politikos priemonių ir panagrinėti sudėtingesnę problemą, kurios anksčiau neminėjome. Tarkime, kad galime naudotis keliomis priemonėmis — operacijomis atvirojoje rinkoje, diskonto normos ir privalomųjų rezervų pokyčiais, be to, iždo ir pinigų politikomis; jos yra pakankamai stiprios, kad galima būtų kiek reikia pakeisti pajamas. Kuria iš tų priemonių reikėtų naudotis? Vienas iš galimų atsakymų — stipriausia. Tačiau nesunku suprasti, kad jeigu intensyvus priemonės naudojimas yra nuostolingas, neverta rinktis stipriausiąją. Užuot žiūrėjus poveikio stiprumo, geriau imtis tos priemonės, kurios poveikį galima tiksliau numatyti. Be to, apskritai imant, patartina naudotis tuo pačiu metu keletu priemonių. Mat jeigu tarp jų nėra visiškos koreliacijos, tai vidutinis nukrypimas nuo laukiamo poveikio, naudojantis keletu priemonių kartu, bus mažesnis, negu naudojantis viena priemone. Vienoks ar kitoks pasirinktinų priemonių derinys priklauso nuo jų santykinių dispersijų ir nuo dispersijų koreliacijos.

---

[9] Problema yra ta, kad pinigų politikos poveikis, galimas dalykas, nedidėja tolygiai iki aukščiausio taško, bet pakyla iki tam tikro lygio ir vėl ima mažėti arba svyruoja apie tam tikrą lygį.

RACIONALUSIS NUMATYMAS IR RINKOS KLIRINGAS

Naujosios klasikinės teorijos šalininkai iš esmės kritikuoja stabilizuojamąją politiką. Jie sutinka su racionaliojo numatymo teorija (ji aptarta 19 skyriuje) ir mano, kad firmos greitai pritaiko darbo užmokestį ir kainas prie turimos informacijos. Padarę tokias dvi prielaidas, jie teigia, kad stabilizuojamoji politika yra neefektyvi ir nereikalinga. Tarkime, kad visuminė paklausa sumažėja. Jei visi apie tai žino, firmos sumažina darbo užmokestį ir kainas. Tada realus pinigų kiekis padidėja, o palūkanos mažėja tol, kol gamybos apimtis pasidaro vėl ankstesnio lygio. Todėl nereikalingos keinsistinės pinigų politikos ir iždo politikos priemonės, kompensuojančios sumažėjusią visuminę paklausą.

Dabar imkime kitą atvejį — visuminė paklausa sumažėja niekam apie tai nežinant. Tada firmos nesumažina darbo užmokesčio bei kainų, ir kuriam laikui sumažėja gamybos apimtis ir užimtumas. Tokiu atveju stabilizuojamoji politika irgi nereikalinga; jei niekas nežino, kad visuminė paklausa mažėja, vyriausybė negali žinoti, kad reikia įvesti plėtros politiką.

Ir pagaliau, tarkime, vyriausybė žino, kad visuminė paklausa mažėja, o visuomenė — ne. Tada, užuot ėmusis plėtros politikos, vyriausybė paprasčiausiai gali informuoti ir visuomenę.

19 skyriuje esame sakę, kad daugelis ekonomistų nepritaria naujosios klasikinės teorijos šalininkams, bet ne todėl, kad šie nepripažįsta racionaliojo numatymo, o todėl, kad atmeta prielaidą, jog darbo užmokestis ir kainos yra labai lankstūs. Ekonomistai nėra vienos nuomonės. Tie, kurie priešinasi anticiklinei politikai, dažniausiai savo požiūrį argumentuoja tuo, kad daug keblumų kyla dėl vėluojančio poveikio, kad negalima pasitikėti FRS, o ne tuo, kad jie neigia naująją klasikinę koncepciją. Tačiau nebūtinai tiesa yra tai, už ką balsuoja dauguma.

Stabilizuojamosios politikos poveikis

Jei racionaliojo numatymo teorijos šalininkai yra teisūs ir jei darbo užmokestis bei kainos prisitaiko greitai, tai plėtros politika nuosmukio laikotarpiu ne tik nėra naudinga, bet yra net žalinga, nes skatina infliaciją. Kad išsiaiškintume, kodėl taip yra, pirmiausia panagrinėkime ekonomiką, kuriai būdinga racionalusis numatymas, visiškai lanksčios kainos ir didelis užimtumas. Tada vyriausybė vykdo ilgalaikę plėtros politiką. Iš tradicijos yra manoma, kad į padidėjusią visuminę produkcijos paklausą firmos reaguoja ir pakelia kainas ne iš karto, o po tam tikro laiko. Taip yra pirmiausia dėl to, kad firmos nežino, ar paklausos didėjimas yra pastovus ar tik laikinas, ir nenori dažnai keisti kainų. Tačiau naujosios klasikinės teorijos ekonomistai sako, kad iš tiesų yra ne taip. Verslininkai skaito laikraščius

ir, kai paklausa padidėja, supranta, kad taip pasidarė dėl plėtros politikos ir kad paklausa išliks padidėjusi. Todėl jie nedelsdami didina kainas, o ne gamybos apimtį.

Šiame pavyzdyje vyriausybė didina visuminę paklausą visiško užimtumo laikotarpiu, o tai vargu ar tinkamas geros stabilizuojamosios politikos pavyzdys. Dabar tarkime, kad ji didina visuminę paklausą tik nuosmukio laikotarpiu, bet nuosekliai. Pavyzdžiui, nedarbui pasiekus 7 procentus, FRS imasi plėtros politikos. Tokiu atveju, kai tik ima aiškėti, jog nedarbas pasieks tokį lygį, firmos, žinodamos, kad vyriausybė didins visuminę paklausą, pradeda didinti savo kainas. Arba, tiksliau sakant, jos nebedaro to, ką paprastai darydavo nuosmukio laikotarpiu, — nebemažina kainų.

Toliau plėtodami šią koncepciją, racionaliojo numatymo teorijos šalininkai teigia, kad prognozuojamas pinigų kiekio didėjimas pakelia tik kainas ir net laikinai nepadidina gamybos. Gamyba laikinai padidėja tik tada, kai pinigų kiekio augimo norma padidėja netikėtai. Taigi FRS galėtų padidinti gamybos apimtį ir užimtumą tik vieninteliu būdu — ji turėtų imtis plėtros politikos netikėtai. Tačiau anksčiau ar vėliau visuomenė sužino, kokios politikos laikosi Federaliniai rezervai.

Teorija, teigianti, kad tik neprognozuojami pinigų pasiūlos pokyčiai veikia gamybos apimtį, yra labai ginčytina. Nors empiriniai duomenys iš pradžių tarsi rėmė šį požiūrį, naujesnių empirinių tyrimų rezultatai to nepatvirtino.

Nors naujoji klasikinė teorija (jei ji teisinga) griauna pasitikėjimą stabilizuojamąja politika, ji teigia, kad labai efektyvi būtų tokia politika: staigiai apriboti infliaciją labai sumažinant visuminę paklausą. Paprastai, jei ribojamoji pinigų ar iždo politika sumažina visuminę paklausą, iš pradžių daug labiau sumažėja gamyba, o ne infliacija. Firmos ir profsąjungos nesupranta, kad vyriausybė yra rimtai pasiryžusi įveikti infliaciją. Jos vis dar tikisi didėjančios infliacijos ir kelia darbo užmokestį bei kainas. Tik ilgai trunkantis nedarbas gerokai sumažina infliaciją. Racionaliojo numatymo teorija teigia, kad toks skausmingas nuosmukis nebūtinas. Firmos ir darbuotojai žino, kad jeigu didės darbo užmokestis ir kainos, jie nukentės. Todėl jie taip nebesielgs, ir infliacija pasibaigs. Dauguma ekonomistų į tai žiūri skeptiškai, tuo labiau, kad 9 dešimtmečio pradžios patirtis JAV ir Didžiojoje Britanijoje nesiderina su tokiu optimistiniu požiūriu. FRS pirmininkas Polis Volkeris (Paul Volcker) ir Didžiosios Britanijos ministrė pirmininkė M. Tačer (Margaret Thatcher) pareiškė, kad abiem šalims reikia apriboti visuminę paklausą, kad sumažėtų infliacija. Net tokiu atveju abiejose šalyse susidarytų nemažas nedarbas. Naujosios klasikinės teorijos ekonomistai, žinoma, aiškins, kad visuomenė gali ir nepatikėti tuo, kas jai buvo pranešta, bet ją įtikintų daug drastiškesnės politinės priemonės, pavyzdžiui, konstitucinės pataisos, reikalaujančios, kad FRS pagrindiniu tikslu pasirinktų stabilias kainas. Tokią hipotezę sunku patikrinti.

Ar visi naujosios klasikinės teorijos teiginiai yra priimtini, ar ne, bet viena išvada yra tikrai svarbi: visuomenė turėtų būti informuojama, jeigu

FRS imasi ribojamosios politikos. Apskritai, galime nepritarti visai naujajai klasikinei teorijai, bet turime sutikti su išvada, jog numatymas yra svarbu ir nuo jo priklauso pinigų politikos poveikio pobūdis. Pavyzdžiui, vėlavimo trukmė, per kurią pinigų kiekio pokyčiai paveikia pajamas, įvairuoja, ir ta įvairovė gali priklausyti nuo to, ar visuomenė suprānta, kas vyksta.

Luko kritika

Daugelis ekonomistų, kurie nepritaria naujosios klasikinės teorijos šalininkų teiginiui, kad infliaciją galima panaikinti šiek tiek padidinus nedarbą, sutinka su daug atsargesniu teiginiu, kad svarbu yra suvokti politiką. Jeigu vyriausybė paskelbs apie savo naują politiką, firmos ir gyventojai pakeis elgesį. Mes jau nagrinėjome tokį pavyzdį, kai aptarėme, kas atsitiktų, jei vyriausybė būtų paskelbusi, jog kiekvieną kartą, nedarbui padidėjus 7 procentais, didins pinigų kiekio augimo normą. Tas faktas, kad pasikeitus politikai žmonių elgesys keičiasi, turi neigiamų pasekmių.

Stabilizuojamoji politika reikalauja, kad vyriausybė gana tiksliai numatytų savo naujos politikos poveikį. Bet, kaip pažymėjo Robertas Lukas (Robert Lucas), racionaliojo numatymo teorija teigia, kad dabartinėmis analizės priemonėmis šios užduoties neįmanoma įvykdyti. Juk vyriausybės ekonomistai turi tik tokius duomenis, kurie gauti prieš įsigaliojant numatytai politikai. Šie duomenys rodo tik, kaip visuomenė elgėsi, kol tokios politikos nebuvo, ir gali suklaidinti, jei reikia spręsti, kaip ji elgsis esant tokiai politikai. Tarkime, nauja politika sumažina asmens pajamų mokesčius nuosmukio laikotarpiu ir juos vėl padidina prasidėjus pakilimui. Kad sužinotų, kiek reikia sumažinti mokesčius, ekonomistai gali skaičiuoti ribinį polinkį vartoti pagal praeities vartojimo ir pajamų duomenis arba gali vadovautis tuo, kaip, sumažinus mokesčius, kitais metais keitėsi vartojimas. Bet tie faktai gali ir apvilti. Kai pajamų mokesčiai mažinami dėl anticiklinės politikos, visuomenės vartojimas gali padidėti labai nedaug. Žmonės žino, kad dabar (ne taip kaip anksčiau), kai ekonominė padėtis pagerės, pajamų mokesčiai bus vėl padidinti. Ir kadangi vartojimas remiasi ilgo laikotarpio pajamomis, žmonės dabar reaguoja į mokesčių sumažinimą visiškai ne taip kaip anksčiau.

Ekonomistų požiūris į šią vadinamąją Luko kritiką kito. Robertas Lukas, kaip ir daugelis kitų racionaliojo numatymo teorijos šalininkų, teigė, kad dabar nebegalima naudotis ekonometriniais modeliais ir kitomis prognozavimo priemonėmis, padedančiomis numatyti politikos pokyčio įtaką. Taigi šiuo metu ekonomistai turi pripažinti, kad jiems trūksta kompetencijos. Užuot stengęsi numatyti makroekonominės politikos poveikį, jie turėtų daugiau dėmesio kreipti į mikroekonomiką, ypač stengtis išsiaiškinti, kaip politikos pokyčiai keičia visuomenės elgesį.

Kiti ekonomistai, ypač didelių modelių kūrėjai, yra optimistiškiau nusiteikę. Jie pripažįsta, kad iš esmės Lukas yra teisus ir kad jų modeliai, ku-

riais prognozuojamas naujos politikos poveikis, nėra logiškai pagrįsti. Tačiau jie teigia, kad paklaida, susidaranti dėl to, kad nepaisoma visuomenės reakcijos į naują politiką, paprastai yra nedidelė, todėl jų analizės duomenys esą gana patikimi.

Empirinis požiūris leidžia daryti įvairias išvadas. Robertas Lukas gali nurodyti 3 dešimtmečio pradžios hiperinfliaciją Vokietijoje. Kai Vokietijos centrinis bankas, kuris prieš tai nebuvo skelbęs imsiąsis veiksmų prieš infliaciją, paskelbė keičiąs savo politiką, kad sustabdytų hiperinfliaciją, visuomenė tuo patikėjo ir pakeitė savo elgesį. Pasekmė — hiperinfliacija pažabota, o nedarbas išliko stebėtinai nedidelis.

Kita vertus, tie, kurie skeptiškai žiūri į Luko kritikos praktinę reikšmę, gali remtis 9 dešimtmečio pradžios JAV patirtimi. 1979 m. spalio mėn. Federaliniai rezervai iš esmės pakeitė politiką — savo užduotimi ėmė laikyti infliacijos sustabdymą. Buvo paskelbta, kad bus vykdoma nauja politika, visuomenė buvo gerai apie ją informuota. Tačiau neatrodo, kad informacija pakeitė Filipso kreivę — nedarbas buvo toks pat didelis, kaip ir kitais atvejais, kai buvo siekiama tam tikru procentu sumažinti infliaciją.

POLITINĖS IR ADMINISTRACINĖS PROBLEMOS

Anticiklinės pinigų politikos priešininkai ne tik nurodo sunkumus, susidarančius dėl pinigų politikos poveikio vėlavimo, bet ir teigia, kad privatusis sektorius pats gali keisti visuminę paklausą. Jie taip pat mano, kad FRS politika turi trūkumų ir FRS neturėtų imtis anticiklinės politikos, net jei poveikio vėlavimas būtų mažesnis. Miltonas Frydmenas, pagrindinis anticiklinės politikos priešininkas, pareiškė, kad nepritarti tai politikai „skatina ir politiniai, ir ekonominiai motyvai“[10]. Teiginys, kad negalima pasitikėti, jog FRS vykdys tinkamą politiką, reiškia keturis dalykus: FRS pataikauja savo politiniams šeimininkams, FRS rūpinasi padidinti savo gerovę, o ne visuomenės, FRS politika nėra efektyvi, FRS politika nenuosekli.

Politinis pataikavimas

8 skyriuje esame minėję, kad iš tkrųjų FRS savarankiškumas yra labai nedidelis ir kad paprastai FRS pinigų politika yra tokia, kokios reikia prezidentui. Ar tai reiškia, kad FRS varo netinkamą politiką?

Galima ginčytis, sakyti, kad taip nėra, ir teigti, kad prezidentas pritaria tai politikai, kurią pasirinko FRS. Aptarkime dar tokią padėtį, kai prezidentas lemia pinigų politiką. Pirmiausia nusprendžiama apriboti infliaciją.

---

[10] *Franco Modigliani, Milton Friedman.* The Monetarist Controversy. A Seminar Discussion. — Federal Reserve Bank of San Francisco. Economic Review, Supplement, 1977, pavasaris, p. 18.

Visi sutinka ir su tuo, kad jeigu bus siekiama sumažinti infliaciją greitai, reikės didesnio nedarbo, negu ją mažinant iš lėto. Kita vertus, visi supranta, kad jeigu FRS ilgiau mažins infliaciją, tai jai pasibaigus kainų lygis bus didesnis už tą, kuris būtų buvęs, jei infliacija būtų sustabdyta tuoj pat. Tarkime, prezidentas nusprendžia, kad daugiau bus nuostolių negu naudos, ir nori riboti infliaciją lėtai, o FRS su tuo sutinka. Dauguma žmonių greičiausiai sutiks, kad tai teisingas sprendimas; pagrindinį politinį sprendimą padarė žmogus, kuris ir buvo išrinktas tam, kad spręstų.

Dabar aptarkime kitą situaciją. 20 skyriuje esame minėję, kad infliacija padidina vyriausybės pajamas. Ji veikia kaip paslėptas mokestis. Tai skatina politikus toleruoti didesnę infliaciją, negu to pageidautų visuomenė. Ar turėtų tada FRS tylomis sutikti su prezidento ir Kongreso sprendimu toleruoti didesnę infliaciją? Kita vertus, kaip esame minėję 8 skyriuje, atrodo, kad visuomenė kenčia nuo „problemos numeris pirmas" sindromo ir, jei ji tai suvokia, gali norėti, kad FRS neatsižvelgtų į jos laikinus norus.

FRS savarankiškumo ribojimai taip pat gali sužlugdyti efektyvią stabilizuojamąją politiką, nes visuomenė nenorės atsižvelgti į tai, kad pinigų politikos poveikis vėluoja. Jei vėlavimas yra toks didelis, kaip rodo daugelis skaičiavimų, tai FRS turėtų imtis ribojamosios politikos gerokai anksčiau negu ekonomikos ciklas pasiekia lūžį, kai nedarbas vis dar yra didelis. Panašiai ir kitu atveju — ji turėtų pereiti prie plėtros politikos, kol infliacija yra didelė, o nedarbas nedidelis. Bet tokie FRS politikos žingsniai visuomenei atrodo visiškai netikę. Todėl FRS gali pritrūkti pasitikėjimo savimi ir ryžto, kad pajėgtų nepaisyti visuomenės nuomonės ir imtųsi politikos, kuri daug kam atrodo netinkama.

Politiniai ekonomikos ciklai. Taigi yra politinio ekonomikos ciklo pavojus. Kaip esame minėję 8 skyriuje, tai yra toks atvejis, kai prezidentas ragina FRS prieš rinkimus įvesti pernelyg į plėtrą kreipiančią politiką, kad artėjant rinkimų dienai, palūkanos ir nedarbas būtų nedideli. Po rinkimų FRS turi imtis ribojimų politikos, tada palūkanos ir nedarbas padidėja. Tačiau artėjant naujiems rinkimams, rinkėjai užmiršta tai.

Laimė, neatrodo, kad tokių politinių ekonomikos ciklų yra, kaip galėtume iš pirmo žvilgsnio pamanyti. Tam reikėtų keleto sąlygų. Pirma, balsuotojus turi veikti tuo metu esamos ekonominės sąlygos, o ne susidarysiančios tuoj po rinkimų. Tai atrodo įtikėtina. Antra, politinis ekonomikos ciklas prezidentui naudingas tik tuo atveju, jei balsuotojai neįtaria, kad toks ciklas yra. Daugelis ekonomistų prieštarauja, teigia (teisingai ar ne), kad tai nesiderina su racionaliuoju numatymu.

Trečia, FRS turi būti linkusi vykdyti prezidento įsakymą. Bet ar ji to norės? Prisiminkite, apie ką kalbėjome 8 skyriuje: prezidento poveikis FRS daugiausia grindžiamas įtikinėjimu. Tačiau jeigu prezidento padėtis yra per silpna, kad galėtų įtikinti, jog rinkimų dieną reikia pakilimo, tai greičiausiai poveikis nebus efektyvus. Pačios FRS interesai prieštarauja politiniams ekonomikos ciklams. Jos prestižas, taigi ir dalis įtakos, priklauso nuo jos

reputacijos: ji turi turėti objektyvios, neįsitraukusios į politiką, techninį darbą dirbančios įstaigos reputaciją. Kodėl ji turėtų rizikuoti savo reputacija? Be to, jei ji sudaro politinį ekonomikos ciklą, o dabartinis prezidentas palieka viską taip, kaip yra, naujajam prezidentui vargu ar tai patiks. Ji gali prarasti ir Kongreso paramą. Taigi, jei FRS neatrodys, kad opozicijos kandidatas gali sudaryti nemalonumų, ji bus linkusi kiek galima mažiau veikti prieš rinkimus, laikytis kuo tyliau, nesiimti naujovių.

Ketvirta, kad susidarytų politinis ekonomikos ciklas, FRS reikėtų turėti galimybę savo politikos poveikį gerai paskirstyti laiko atžvilgiu. Kitu atveju tokia politika duos netikėtų rezultatų. Tarkime, FRS pradeda plėtros politiką per anksti. Tada plėtros politika gali sukelti infliaciją, ir prieš rinkimus gali padidėti palūkanų normos, o tai gali pakenkti prezidentui. Ir atvirkščiai, jei ji lauks per ilgai, nedarbas gali sumažėti tik po rinkimų, o tai būtų per vėlu. Kadangi sunku apskaičiuoti pinigų politikos poveikio vėlavimą, FRS gali būti pernelyg sunku žaisti politinio ekonomikos ciklo žaidimą efektyviai.

Į empirinį klausimą, ar susidaro politiniai ekonomikos ciklai, ar ne, gal galėtų duoti atsakymą nuodugni duomenų analizė. Bet sunku yra empiriškai nustatyti, ar teisinga yra hipotezė, kad politiniai ekonomikos ciklai egzistuoja. Ne visai aišku, kokią hipotezę reikia patikrinti. Ar tai reiškia, kad politiniai ekonomikos ciklai buvo prieš kiekvienus prezidento rinkimus, prieš kai kuriuos rinkimus ar bent prieš kuriuos nors vienus rinkimus? Kiekvienų rinkimų hipotezė aiškiai klaidinga. Bent vienų rinkimų hipotezė nėra visai tinkama ekonometriniam vertinimui, nes remiasi tik vienu atveju. Kai kurių rinkimų hipotezę sunku patikrinti, nes nuo 1953 m. buvo tik devyneri prezidento rinkimai, o to vargu ar pakanka[11].

Taigi nenuostabu, kad tyrimai davė įvairių rezultatų — vieni nustatė politinių ekonomikos ciklų požymius, kiti tokių požymių nerado. Viena iš gana įtikinamų politinių ekonomikos ciklų hipotezės versijų yra sudėtinė versija, kuri liečia ir iždo politiką; ji teigia, kad prieš rinkimus iždo politika krypsta labiau į plėtrą, ir padidėja deficitas. Padidėjus deficitui, FRS atlieka daugiau pirkimų atvirojoje rinkoje, ir pinigų kiekis padidėja.

Politinių ekonomikos ciklų racionaliojo numatymo versija. Tai politinio ekonomikos ciklo versija, susijusi su racionaliuoju numatymu. Pagal šią teoriją rinkimai sustabdo užimtumo svyravimus, bet ne todėl, kad kas nors ketintų apgaudinėti rinkėjus.

Tarkime, kad yra dvi partijos. Viena, vadinama D, remia pinigų politiką, nukreiptą į plėtrą; priešingai mananti partija yra vadinama R. Pramonės šakose, kur veikia profsąjungos, prieš rinkimus turi būti sudarytos ilgalaikės darbo užmokesčio sutartys. Profsąjungos ir vadovybė galutinai susitaria dėl realiojo darbo užmokesčio, bet nežino tikslaus nominaliojo darbo užmokesčio. Jei laimės D partija, infliacija bus didesnė nei laimėjus R par-

[11] 1953 m. gera data pradžiai, nes, kaip paaiškės kitame skyriuje, nuo tada FRS galėjo laisvai vykdyti lanksčią politiką.

tijai ir padidės nominalusis darbo užmokestis, kuris atitinka nustatytą realųjį darbo užmokestį. Bet profsąjungos ir vadovybė nežino, kas laimės. Kad būtų išvengta rizikos, racionaliausia būtų šią problemą spręsti remiantis ne tuo infliacijos lygiu, kurį siūlo D partija, ir ne partijos R siūlomuoju, o kokiu nors tarpiniu. Taigi pasirenkamas nominalusis darbo užmokestis, kuris yra tarpinis tarp to, ką siūlo D partija, ir ką R partija.

Dabar tarkime, kad laimi D partija. Infliacija yra didesnė, realusis darbo užmokestis mažesnis nei buvo numatyta, pasirašant sutartį. Sumažėjus realiosioms pajamoms, padidėja užimtumas. Dabar tarkime, kad laimi R partija. Realusis darbo užmokestis padidėja, o užimtumas sumažėja.

Tai išradinga teorija. Tačiau ji gal ir nepaaiškintų užimtumo pokyčių, nes palyginti nedaug Amerikos darbininkų yra sudarę ilgalaikes profsąjungų sutartis.

FRS tikslai: visuomenės ar savo pačios interesai?

Yra dvi pagrindinės teorijos, aiškinančios, kodėl FRS laikosi vienokios ar kitokios politikos. Populiaresnė turbūt yra **visuomenės interesų teorija**. Kaip sako pats pavadinimas, FRS turėtų vadovautis tuo, kas geriau yra šaliai. Tai, žinoma, nereiškia, kad FRS politika visada yra gera, bet jos klaidos randasi dėl sunkios padėties, o ne dėl to, kad per mažai rūpinamasi visuomenės interesais ar trūksta kompetencijos. Šios teorijos teisingumą galima argumentuoti tuo, kad prezidentas yra labai suinteresuotas paskirti tokius valdytojus, kurie moka dirbti ir gina visuomenės interesus. Juk jeigu pablogės ekonomika ar paspartės infliacija, bus kaltinamas prezidentas. Valdytojai stengiasi laikytis tinkamos politikos tiek dėl to, kad, kaip ir visi, nori, kad visuomenei būtų geriau, tiek ir dėl savo reputacijos. Be to, nelabai yra priežasčių, dėl ko jie galėtų elgtis kitaip, o ne rūpintis visuomenės interesais; jų normalūs atlyginimai yra pastovūs ir nepadidėtų, jei jie imtųsi netikusios politikos. Tiesą sakant, kartais tai, kas gerai FRS, yra negerai šaliai, bet kodėl valdytojai turėtų rūpintis FRS, o ne valstybės gerove?

Su visuomenės interesų teorija konkuruoja **visuomenės pasirinkimo teorija**. Ši teorija mėgina paaiškinti visų vyriausybės struktūrų elgesį, o ne tik FRS. Ji teigia, kad vyriausybės padaliniai stengiasi maksimizuoti savo naudą. Tiksliau sakant, jie neignoruoja visuomenės interesų, bet konflikto atveju dažniausiai pirmenybę teikia savo poreikiams. Tai nereiškia, kad vyriausybės padaliniai sąmoningai kelia savo interesus aukščiau už visuomenės. Pakanka jau to, kad jie padaro vieną klaidą — perdėtai vertina savo padalinio svarbą, jo teikiamą naudą. Todėl jie stengiasi kiek galėdami aukštinti savo padalinį. Ši teorija buvo sukurta daugiausia dėl to, kad norėta paaiškinti, kodėl vyriausybės struktūros visada stengiasi didinti savo biudžetus. Tačiau FRS savo biudžetą nusistato pati, ir šios teorijos tiesioginis taikymas FRS yra ginčytinas. Tačiau ji gali būti performuluota — galima sakyti, kad FRS siekia didinti savo įtaką, autonomiją ir prestižą.

Jei tarsime, kad FRS iš tikrųjų turi tokių biurokratinių paskatų, kokio jos elgesio galime tikėtis? Pirma, ji kiek galėdama vengs konfliktų su įtakingais žmonėmis, kurie galėtų jai pakenkti. Praktiškai tai reiškia, kad ji, pavyzdžiui, bus pasirengusi laikytis plėtros politikos, kuri trumpą laiką galėtų atitikti Kongreso ir administracijos norus išlaikyti žemas palūkanų normas. Antra, galima tikėtis, kad ji stengsis išlaikyti savo galią ir autonomiją, pavyzdžiui, nenorės atsisakyti savo politinių priemonių, net jeigu jos nenaudingos. Trečia, organizacija, kuri rūpinasi savo galia ir prestižu, nenorės pripažinti, kad yra padariusi klaidų praeityje, nes, jei prisipažintų, galima būtų manyti, kad ji jų daro ir dabar.

Ketvirta, organizacija apsisaugos nuo kritikos, jei veiks trumparegiškai, t. y. daugiausia rūpinsis tiesioginiu ir greitu savo politikos poveikiu, o maža dėmesio kreips į tai, kad per ilgesnį laiką ar ne visai tiesiogiai ta politika gali padaryti nuostolių. Taip yra todėl, kad organizacija greičiau gali būti apkaltinta dėl tokio savo politikos neigiamo poveikio, kuris yra aiškus ir pastebimas netrukus, o ne dėl tokio, kuris paaiškėja negreit ir gali susidaryti dėl įvairių priežasčių.

Ir dar vienas dalykas. FRS yra linkusi pasirinkti gana miglotas užduotis, kad jų neįvykdžius ne taip lengva būtų tai pastebėti. Kaip buvę, kaip nebuvę, daugelis centrinių bankų bankininkų laiko savo užduotis menu, kurį geriau galima atlikti remiantis išmanančių žmonių intuicija negu tikslia analize. Pavyzdžiui, vienas žymiųjų centrinės bankininkystės veikėjų prieš II pasaulinį karą seras Montagas Normenas (Sir Montague Norman) kartą paklaustas, kokie buvo jo sprendimo motyvai, atsakė: „Motyvai, ponas pirmininke? Aš nežinau motyvų. Aš turiu įgimtą nuojautą“[12].

Neefektyvūs politiniai sprendimai

Daugelis ekonomistų remiasi prielaida, kad firmos ir gyventojai maksimizuoja vartojimą ir pelnus racionaliai ir efektyviai. Jie teigia, kad firmos, kurios taip nesielgia, anksčiau ar vėliau yra išstumiamos iš verslo arba perimamos kitų. Tačiau nėra tokio Darvino mechanizmo, kuris leistų spręsti, kad FRS veikia efektyviai.

Galima paklausti, ar FRS sprendimai yra pakankamai geri, kad anticiklinė politika būtų tokia efektyvi, kokia ji gali būti, turint omenyje pinigų politikos poveikio vėlavimą. Galima tuo suabejoti, ir abejonės gali būti trejopo pobūdžio. Pirma, galima atmesti racionalaus elgesio prielaidą ir teigti, kad darant sprendimus būna daug klaidų (tai nustatė psichologai). Pavyzdžiui, tyrimai parodė, kad net labai išsimokslinę žmonės daro klaidų, kai skaičiuoja įvykių visumos tikimybes, sakysim, įvykio C tikimybę, jei įvykis C atsiranda, kai yra įvykę įvykiai A ir B.

Antra, galime padaryti prielaidą, kad vadovaujamasi savo interesais, ir

[12] Cituojama iš: *Andrew Boyle.* Montague Norman. Cassel, 1967, p. 327.

teigti, kad FARK nariai (kaip ir kiti žmonės) nesąmoningai elgiasi taip, kaip jiems patiems yra naudingiau, ir todėl FRS politika pasidaro ne tokia efektyvi. Pavyzdžiui, labai sunku prisipažinti, kad esi padaręs klaidą. Todėl žmonės yra linkę teigti, kad jų politika yra gera, net jeigu akivaizdu, jog yra ne taip. Tokia padėtis ypač galima Komitete, nes ten nariai stengiasi įrodyti vieni kitiems esą teisūs. Psichologai tai vadina **grupiniu mąstymu.**

Trečia, FRS gali nelauktai panaudoti neefektyvias priemones, nes jos naudingos FRS kaip institucijai arba dėl to, kad jos lengvina vienų ar kitų politikų gyvenimą. Roberto Hecelio (Robert Hetzel; Ričmondo federalinio rezervų banko ekonomistas) nuomone, FRS, kuri nori išsaugoti savarankiškumą, o yra veikiama politinio spaudimo, nejučia imasi tokio būdo — labai sumažina savo ekonominės analizės, taigi ir politikos, kokybę. Ši hipotezė paaiškina paradoksalią situaciją: nors dauguma FARK narių yra geri ekonomistai, FARK pasitarimai dažniausiai yra tik „kelnių trynimas", — jiems trūksta analitiškumo, jie yra labai migloti. Hecelis aiškina, kad FRS bijanti, jog jos politika nebūtų labai nepopuliari ir Kongresas nepanaikintų jos savarankiškumo. Todėl ji linkstanti pavėjui. Bet jei remiamasi ištobulinta analizės sistema (pavyzdžiui, Keinso, arba kokybine, teorija), tada linkimas pavėjui sukuria rimtą problemą — jūsų analizė liepia jums daryti viena, o jūs norite daryti visai ką kita. Tai nemalonu. Hecelis teigia, kad, vengdama tokios dilemos, FRS, užuot naudojusi kurį nors gerai parengtą analizės modelį, renkasi miglotą argumentaciją, kuri galėtų tikti viskam, ką ji nori daryti. Tačiau toks būdas menkina politinių sprendimų kokybę.

Laiko atžvilgiu nesiderinanti pinigų politika

Infliaciją gali padidinti kad ir nedideli FRS bendravimo su visuomene nesklandumai. Keblumų susidaro dėl to, kad FRS, jei jos sprendimai racionalūs, pageidauja, kad gamybos apimtis būtų didesnė nei paprastai. Tai yra akivaizdu, kai nedarbas prašoka infliacijos nespartinantį nedarbo procentą. Bet netgi esant visiškam užimtumui, gamybos apimtis yra mažesnė už socialiai optimalų lygį, nes mokesčiai sudaro atotrūkį tarp žmogaus gaunamo darbo užmokesčio ir to žmogaus sukurtos vertės, todėl žmonės dirba trumpiau nei socialiai optimalų darbo valandų skaičių. Sudarydama didesnę nei tikėtasi infliaciją, FRS gali paskatinti žmones perdėtai vertinti savo realųjį darbo užmokestį ir todėl dirbti daugiau. Tai skatina FRS didinti infliaciją.

Tačiau žmonės žino, kad FRS yra linkusi sukelti infliaciją ir mano, kad infliacija bus didelė, ir todėl, esant didelei infliacijai, jų darbo laikas ir gamybos apimtis nepadidės. Susidaro neigiamas didesnės infliacijos poveikis, ir nėra teigiamų rezultatų — didesnės gamybos apimties. Politika, kuri prieš pradedant ją vykdyti ir prieš tai, negu žmonės pritaikė savo numatymą, atrodė būsianti naudinga, dabar pasidarė nuostolinga. (Iš to ir pavadinimas — **nesiderinanti laiko atžvilgiu.**)

Tai kodėl FRS žaidžia šį žaidimą? Vienas iš atsakymų — ji negali to nedaryti. Kadangi žmonės mano, kad didinti infliaciją yra racionalu, ir tikisi, kad FRS elgsis racionaliai, jie iš anksto padidina savo darbo užmokesčius ir kainas.

Tai vienas galimas variantas. Kitas variantas — žmonės mano, jog FRS žino, kad infliacinė politika nepadidins gamybos bei užimtumo, ir todėl nesiims tokios politikos. Tokie aiškinimai, kad „aš žinau, kad tu žinai, kad aš žinau, kad tu žinai", gali pasidaryti labai sudėtingi, todėl ekonomistai problemą nagrinėjo remdamiesi lošimų teorija. Deja, jų gauti rezultatai priklauso nuo to, kokios yra padarytos detalios prielaidos, o šių detalių prielaidų realumą sunku nustatyti. Be to, FRS gali informuoti visuomenę, kad ji nežais šio nesiderinančio laiko atžvilgiu žaidimo. Tačiau FRS dažnai pateikia klaidingą informaciją, todėl viskas vėl kartojasi. Galima paklausti, ar FRS veiksmai iš tiesų yra pakankamai racionalūs ir atsižvelgia į tai, kad žmonės nori dirbti kuo mažiau valandų.

IŠVADOS

Taigi, ką mes žinome? Pagrįstas klausimas, bet sunku į jį atsakyti. Žinoma, niekas negali neigti, kad poveikio vėlavimas, politinis spaudimas, savi interesai ir neefektyvūs politiniai sprendimai mažina anticiklinės pinigų politikos veiksmingumą. Tai yra nustatyta. Nėra tik atsakymo į tokį klausimą: kiek sumažina? Tiksliau sakant, ar dėl šių veiksnių anticiklinė politika dažniausiai nepajėgia stabilizuoti BNP? Šiuo klausimu ekonomistai nesutaria. Dauguma jų greičiausiai atsakytų — ne. Jie iš karto sutinka, kad poveikio vėlavimas, politinis spaudimas ir gal pačios FRS interesai bei nesiderinimas laiko atžvilgiu daro pinigų politiką ne tokią veiksmingą. Bet jie mano, kad FRS vis dėlto gali bent iš dalies sumažinti ekonomikos svyravimus ir turėtų pamėginti tai padaryti. Tačiau kiti ekonomistai, vadovaujami Miltono Frydmeno, Karlo Brunerio ir Alano Melcerio, su tuo nesutinka. Jie mano, kad pastangos stabilizuoti BNP pinigų politikos priemonėmis greičiausiai destabilizuos jį.

SANTRAUKA

1. Pinigų politikos poveikis pajamoms yra pasiskirstęs laiko atžvilgiu. Todėl jis gali reikštis netinkamu laiku ir destabilizuoti ekonomiką. Tai priklauso nuo politikos ryšio su pradiniais pajamų svyravimais ir nuo politikos stiprumo.
2. Poveikio vėlavimas sudaro keblumų. FRS turi prognozuoti pajamas, numatyti politikos priemonių stiprumą ir jos poveikio trukmę. Be to, poveikio vėlavimas neleidžia FRS ištaisyti savo klaidų iš karto.
3. FRS turėtų imtis nebūtinai stipriausių priemonių, bet tokių, kurių poveikį lengviausia prognozuoti. Geriausia pasirinkti kelias priemones.

4. Racionalusis numatymas sudaro dar vieną potencialią problemą FRS. Remiantis racionaliojo numatymo teorija, stabilizuojamoji politika gali būti efektyvi, jeigu vyriausybė turi daugiau informacijos nei visuomenė, arba jeigu jos politika padaro poveikį ekonomikai anksčiau, negu visuomenė ima veikti. Todėl kyla klausimas, ar darbo užmokestis labai priklauso nuo ribotos informacijos, ar tik lėtai reaguoja į ją.
5. Racionaliojo numatymo teorija dar teigia, kad jeigu FRS, reaguodama į nuosmukį renkasi prognozuojamą plėtros politiką, ši politika veikia tik kainas, o ne gamybos apimtį. Tačiau tai svarstytinas klausimas. Be to, racionaliojo numatymo teorija teigia, kad jeigu vyriausybė pakeičia savo politiką, ekonomika irgi kinta, todėl ankstesniais duomenimis paremta politika pradeda nebetikti.
6. Politinės problemos mažina stabilizuojamosios politikos veiksmingumą. Kartais renkamųjų valstybės vadovų kišimasis į pinigų politiką yra teigiamas dalykas, o kartais tai padidina infliaciją. Politiniai ekonomikos ciklai, t. y. visuminės paklausos didinimas prieš rinkimus, gali sudaryti rimtą problemą, nors ne visai aišku, ar tokie ciklai egzistuoja. FRS sudaro sunkumų ir tai, kad visuomenė ignoruoja pinigų politikos poveikio vėlavimą.
7. Kai kurie ekonomistai mano, kad FRS veiklai didelę įtaką turi jos pačios interesai. FARK vykdoma politika kai kada yra neefektyvi.

PAGRINDINIAI TERMINAI

poveikio vėlavimo pasiskirstymas	distributed lags
vidinis poveikio vėlavimas	inside lag
išorinis poveikio vėlavimas	outside lag
pajamų dispersija	variance of income
Luko kritika	Lucas critique
politiniai ekonomikos ciklai	political business cycles
visuomenės interesų teorija	public-interest theory
visuomenės pasirinkimo teorija	public-choice theory
nesiderinimas laiko atžvilgiu	time inconsistency

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Paaiškinkite teiginį: „Pinigų politikos problema yra ne tai, kad ji per silpna (anksčiau taip buvo manoma), o tai, kad ji per stipri".
2. Paaiškinkite, kodėl pinigų politika yra destabilizuojamoji, jei σ^2_x ir σ^2_y koreliacijos koeficientas yra lygus nuliui arba yra teigiamas.
3. Aptarkite problemą, kurią Federaliniams rezervams sudaro pinigų politikos poveikio vėlavimas.
4. Kodėl kintama vėluojančio poveikio trukmė sudaro didesnę problemą nei stabili? Kokie veiksniai rodo, kad ji yra kintama?
5. Savais žodžiais paaiškinkite, kaip racionaliojo numatymo teorija kritikuoja stabilizuojamąją politiką.

6. Kaip jums atrodo, ar per kitus rinkimus bus politinis ekonomikos ciklas? Kaip manote, ar buvo toks ciklas per praėjusius rinkimus?
7. Pasamprotaukite dėl teiginio: „Efektyvi anticiklinė politika nėra galima, nes FRS yra viena iš svarbiausių politinių struktūrų".

LITERATŪRA

Milton Friedman. The Effects of a Full Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis. — Milton Friedman. Essays in Positive Economics. Chicago, University of Chicago Press, 1953. Tai klasika.

—"— Monetary Policy: Theory and Practice. — Journal of Money, Credit and Banking, 14 (1982, vasaris), p. 98–118. Labai griežtai kaltinama FRS.

Michael Hamburger. The Lag in the Effect of Monetary Policy: A Survey of Recent Literature. — Federal Reserve Bank of New York. Monthly Review, 53 (1971, gruodis), p. 289–298. Puiki kelių studijų apžvalga.

Thomas Havrilesky. Monetary Policy Signalling from the Administration to the Federal Reserve. — Journal of Money, Credit and Banking, 20 (1988, vasaris), p. 83–101. Įdomiai analizuojama (remiantis faktiniais duomenimis), kaip Baltieji rūmai daro poveikį FRS.

Edward Kane. Politics and Fed Policy–Making. — Journal of Monetary Economics, 6 (1980, balandis), p. 199–211. Įdomus aptarimas.

Raymond Lombra, Michael Moran. Policy Advice and Policymaking at the Federal Reserve. — Carnegie–Rochester Conference Series on Public Policy, 12 (1980, ruduo), p. 9–68. Įdomi FARK sprendimų priėmimo kritika.

Thomas Mayer (ed.). The Political Economy of American Monetary Policy. New York, Cambridge University Press, 1990. Dokumentų rinkinys apie politinę ir administracinę FRS veiklą.

William Poole. Monetary Control and the Political Business Cycle. — Cato Journal, 5 (1986, žiema), p. 685–700. Platus ir įžvalgus aptarimas.

Lawrence Roose. Inherent Conflict in U.S. Monetary Policymaking. — Cato Journal, 5 (1986, žiema), p. 771–776. Griežta buvusio FARK nario FARK politikos kritika.

Steven Sheffrin. Rational Expectations. New York, Cambridge University Press, 1983. Puiki apžvalga.

Herb Taylor. Time Inconsistency. — Federal Reserve Bank of Philadelphia. Business Review, 1985, kovas/balandis, p. 3–12. Dėstoma labai aiškiai.

Eugenia Toma, Mark Toma. Central Bankers, Bureaucratic Incentives and Monetary Policy. Boston, Kluwer Academic Publishers, 1987. Įtraukti pagrindiniai straipsniai apie FRS visuomenės pasirinkimo teoriją.

Thomas Willett. The Political Business Cycle. Durham, N.C., Duke University Press, 1988. Įdomių dokumentų apie stabilizuojamąją politiką rinkinys.

25
SKYRIUS

Pinigų politikos charakteristika

Aptarus pagrindinius veiksnius, lemiančius pinigų politiką, atėjo laikas pažiūrėti, kaip faktiškai FRS vadovavo pinigų politikai. Pinigų politiką aptarsime ne „subalansuotu" būdu, t. y. kreipsime dėmesį ne į visus laikotarpius vienodai, o labiau į kai kuriuos atvejus, kad pamatytume, kaip FRS sprendė pagrindines problemas. Stengsimės įvertinti pinigų politiką, pažiūrėti, ko FRS yra išmokusi iš savo patirties, o ne dėstysime pavienius faktus.

PIRMIEJI METAI

1913 m. įkūrus Federalinę rezervų sistemą, vienas iš svarbiausių, o gal net ir pats svarbiausias tikslas buvo aukso standarto palaikymas, nes tuo metu buvo manoma, kad tai yra tvirtų pinigų pagrindas. Aukso standartą aptarsime knygos V dalyje. Dabar pakanka pasakyti, kad, remdamasi aukso standarto „žaidimo taisyklėmis", FRS turėjo leisti, kad pinigų kiekį lemtų šalies aukso atsargos. Vadinasi, aukso įplaukos turėjo didinti pinigų kiekį, o aukso atsargų mažėjimas — jį mažinti.

Nors kiekybinė pinigų teorija turėjo įtakos FRS požiūriui, antroji labai svarbi FRS koncepcija buvo realiųjų vekselių doktrina. Pagal šią, dabar jau pasenusią, teoriją svarbiau yra pinigų *kokybė*, o ne *kiekis*; jei indėliai kuriami iš trumpalaikių save likviduojančių paskolų tam, kad finansuotų realią (o ne finansinę) veiklą, indėlių kūrimas nesukelia infliacijos[1]. Bankai FRS nariai gali skolintis iš FRS tik diskonto būdu — turi rediskontuoti tam skirtus vekselius, t. y., tuos *pasižadėjimo lakštus, kuriuos jie buvo diskontavę savo klientams pagal realiųjų vekselių doktrinos reikalavimus,* arba diskontuoti savus pasižadėjimo lakštus, paremtus vyriausybės vertybiniais popieriais. Teorija teigė, kad tai padarytų valiutą *lanksčią*, ir tada, padidė-

[1] Buvo teigiama, kad trumpalaikiam gamybinės veiklos finansavimui skirta paskola didina produkcijos vertę tiek, kiek padidėja paklausa. Vienodai didėjant pasiūlai ir paklausai, kainos lieka nepakitusios. Toks teiginys nepagrįstas, nes dalis produkcijos *vertės* padidėjimo gali priklausyti nuo aukštesnių kainų. Pagal realiųjų vekselių doktriną FRS gali finansuoti vis didėjančią infliaciją.

jus realiems sandėriams skirtų pinigų paklausai, padidėtų pinigų pasiūla. Bankai savo klientams diskontuotų daugiau rediskontavimui priimamų pasižadėjimo lakštų ir po to galėtų šiuos vekselius rediskontuoti FRS. Tai FRS dažnai naudojamos prisitaikymo politikos ypatingas atvejis.

Kitas svarbus tikslas (tai pagrindinė FRS įsteigimo priežastis) — užkirsti kelią finansinei panikai. Daug kas manė, kad nuosmukiai dažnai prasidėdavo dėl finansinės panikos, kuri savo ruožtu kildavo dėl per didelių spekuliacijų. Taigi viena iš FRS užduočių buvo apriboti spekuliacijas. Be to, lanksti valiuta irgi leistų išvengti finansinės panikos, nes apsaugotų bankus nuo valiutos trūkumo. FRS įvedus bankų FRS narių priežiūrą ir centralizavus jų rezervus federaliniuose rezervų bankuose, rečiau begrėstų bankų bankrotai ir dėl to kylančios panikos. Dėl didžiųjų skaičių dėsnio centralizuoti rezervai daug patikimiau apsaugo nuo bankroto, negu tai galima būtų padaryti laikant rezervus kiekviename banke atskirai.

Dar vienas FRS tikslas buvo panaikinti ar bent sumažinti sezoninius palūkanų normų svyravimus, atsiradusius prieš 1914 m., ir apsisaugoti nuo staigaus palūkanų normų didėjimo, kuris būna finansinių sunkumų ir panikos laikotarpiais.

Apskritai, pirmieji FRS tikslai buvo tokie, kurie atrodė reikalingi 1913 m. mažų miestelių prekeiviams, o ne tokie, kuriuos ekonomistai būtų nustatę centriniam bankui. Visiškas užimtumas dar nebuvo „išrastas" — vyriausybė net nerinko duomenų apie nedarbą. Nors 3 dešimtmetyje Kongrese buvo bandoma papildyti Federalinių rezervų aktą kainų stabilizavimo tikslu, šios pastangos sužlugo.

Nustačius naujus FRS tikslus, 1913 m. tikslai ne visiškai išnyko. Mes jau nebeturime aukso standarto, bet vienas iš FRS tikslų ir dabar yra tinkamas dolerio kursas. FRS vis dar priešinasi per didelei spekuliacijai — siekimas pažaboti spekuliaciją buvo viena iš keleto puritoniškų idėjų, kurioms prieštarauta ir 7 dešimtmečio neramumų metu. FRS vis dar rūpinasi palūkanų normų svyravimais, ir net realiųjų vekselių doktrina išliko — kartais bankai yra perspėjami vengti nenaudingų paskolų.

DIDŽIOJI DEPRESIJA

Pasiaiškinti Didžiąją depresiją yra svarbu ne tik tam, kad įvertintume FRS, bet ir kad suprastume, kaip ekonomika reaguoja į pinigų politiką. Daugelis ekonomistų teigė, kad 4 dešimtmetis parodė, jog pinigų politika yra neefektyvi, bent jau per didžiąsias krizes. Didžioji depresija, be to, Keinso darbų publikavimas 1936 m. privertė ekonomistus pereiti nuo kiekybinės teorijos prie pajamų ir išlaidų teorijos. Kita vertus, monetaristai, kalbėdami apie Didžiąją depresiją, teigia priešingai: prasta pinigų politika gali padaryti didelių nuostolių, todėl pinigai yra labai svarbūs. Ir taip žiūri į krizę ne tik monetaristai.

Prieš pereidami prie skirtingų aiškinimų, pateiksime šiek tiek faktų apie Didžiąją depresiją. Aukščiausias lūžio taškas buvo 1929 m. rugpjūčio mėn., t. y. keli mėnesiai prieš akcijų rinkos žlugimą. Nuosmukis truko iki 1933 m. kovo mėn., o tada prasidėjo pakilimas. Aukščiausias šio pakilimo taškas (nors vis dar buvo didelis nedarbas) buvo 1937 m. gegužės mėn. Kitas nuosmukis prasidėjo 1938 m. birželio mėn. Po jo ėjo II pasaulinio karo meto ekonomikos plėtros laikotarpis. 1929–1933 m. grynasis nacionalinis produktas sumažėjo daugiau nei per pusę, skaičiuojant to meto kainomis; realusis grynasis nacionalinis produktas, kaip ir didmeninių kainų indeksas, sumažėjo daugiau nei vienu trečdaliu. 25.1 lentelė rodo siaubingą nedarbą, be to, BNP kainų indeksus. Stebina tai, kad nepaisant labai didelio nedarbo, po 1933 m. kainos augo.

Grįžtant prie pinigų duomenų, nuo 1929 m. rugpjūčio mėn. iki 1933 m. kovo mėn. nominalusis P1 sumažėjo vienu ketvirtadaliu. Pinigų kiekis mažėjo kartu su daugelio bankų bankrotu, kuris vyko trimis bangomis: 1930 m. spalio, 1931 m. spalio ir 1933 m. kovo mėn. Paskutinės bangos metu vyriausybė turėjo keletui dienų uždaryti visus bankus — vadinamosioms bankų atostogoms.

Kodėl pinigų kiekis taip labai sumažėjo? Tai įvyko ne dėl pinigų bazės (visi rezervai ir valiuta) sumažėjimo. Taip pasidarė dėl staigaus dviejų santykinių rodiklių sumažėjimo: indėlių santykio su valiuta ir indėlių santykio

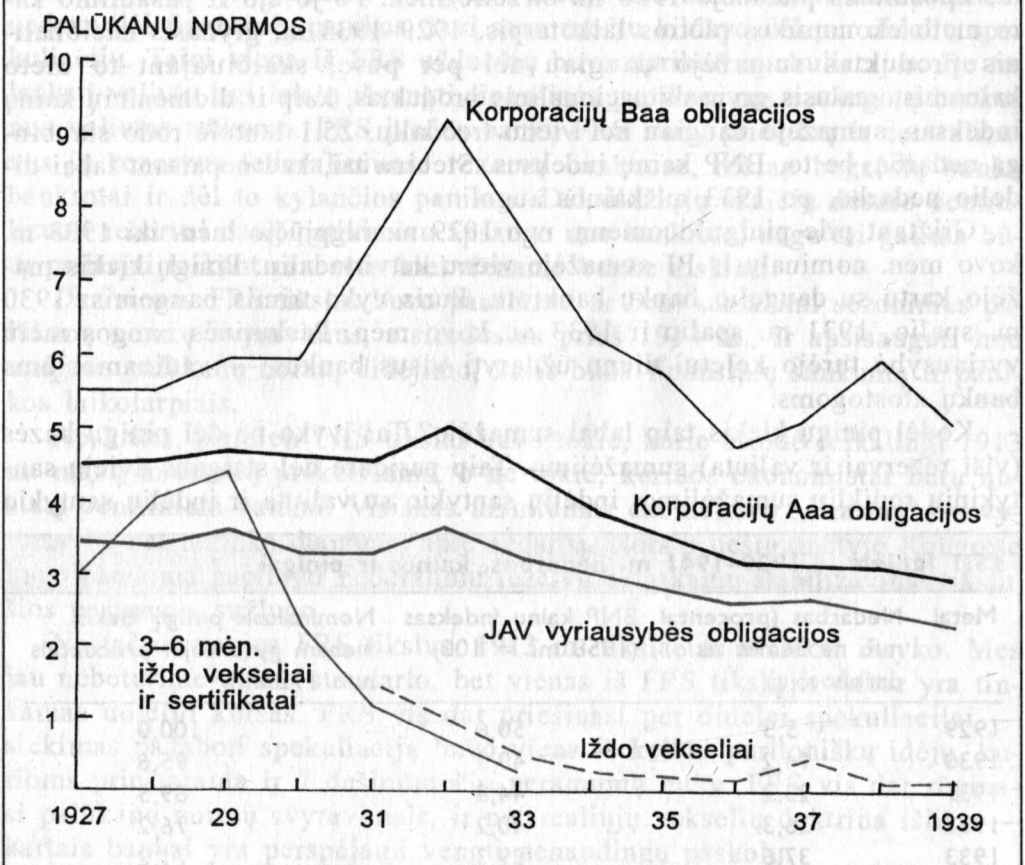
25.1 lentelė. 1929–1941 m. nedarbas, kainos ir pinigai

Metai	Nedarbas (procentai nuo ne žemės ūkio darbuotojų)	BNP kainų indeksas (1958 m. = 100)	Nominalusis pinigų kiekis vienam gyventojui procentais nuo 1929 m.[a]
1929	5,3	50,6	100,0
1930	14,2	49,3	95,6
1931	25,2	44,8	89,5
1932	36,3	40,2	76,2
1933	37,6	39,3	71,2
1934	32,6	42,2	77,5
1935	30,2	42,6	92,1
1936	25,4	42,7	107,5
1937	21,3	44,5	110,4
1938	27,9	43,9	104,5
1939	25,2	43,2	115,8
1940	21,3	43,9	136,4
1941	14,4	47,2	158,1

[a] Pinigų kiekio duomenys yra kiekvienų metų birželio duomenys.

Šaltiniai: *Stanley Lebergott.* Manpower in Economic Growth. New York, McGraw–Hill, 1964, p. 512 (panaudota leidus McGraw–Hill Book Co.); *U.S. Bureau of the Census.* Historical Statistics of the United States. 1976, p. 224; *Milton Friedman, Anna Schwartz.* A Monetary History of the United States. Princeton, Princeton University Press, 1963, p. 712–716.

25.1 diagrama. Kai kurios 1927–1939 m. palūkanų normos. Iždo vekselių palūkanų norma Didžiosios depresijos laikotarpiu labai sumažėjo, o korporacijų Baa palūkanų norma nesumažėjo. Ji padidėjo 4 dešimtmečio pradžioje



Šaltinis: Thomas Mayer. *Monetary Policy in the United States.* New York, Random House, 1968, p. 219.

su rezervais. Indėlių ir valiutos santykinis rodiklis sumažėjo todėl, kad žlungant bankams, indėlininkai pasidarė atsargūs (tada nebuvo indėlių draudimo) ir atsiėmė indėlius iš kitų bankų. Klientams atsiimant indėlius, bankai mėgino apsisaugoti — ėmė laikyti didesnius rezervus kiekvienam indėlių doleriui, todėl indėlių ir rezervų santykinis rodiklis sumažėjo. Didėjant valiutos ir perteklinių rezervų lyginamajam svoriui, indėlių multiplikatorius, taigi ir patys indėliai, mažėjo.

Šiuo laikotarpiu labai sumažėjo diskonto norma: nuo 5–6 procentų įvairiuose federaliniuose rezervų bankuose 1929 m. rudenį iki 1,5–3 procentų 1931 m. rugsėjo mėn. 25.1 diagrama rodo, kad kitos trumpų terminų palūkanų normos irgi žymiai sumažėjo. Tačiau palūkanos už ilgų terminų vy-

riausybės vertybinius popierius per daug nesumažėjo, o palūkanos už Baa korporacijų obligacijas, t. y. už „žemesnio vidutinio rango" obligacijas, faktiškai labai padidėjo laikotarpio pradžioje, o po to sumažėjo. 1939 m. Baa palūkanų norma nedaug skyrėsi nuo jos 1928 m. lygio. Be to, 4 dešimtmečio pradžios kainų sumažėjimas reiškė, kad realioji šių metų palūkanų norma buvo daug didesnė už nominaliąją, parodytą 25.1 diagramoje. Kitais metais realioji palūkanų norma buvo mažesnė už nominaliąją. Tačiau, kadangi 1939 m. kainų lygis buvo žemesnis už 1929 m., viso dešimtmečio realioji palūkanų norma buvo didesnė už nominaliąją.

FEDERALINĖS REZERVŲ SISTEMOS POLITIKA

Ką veikė FRS, kai visa tai vyko? Daugelį metų buvo manoma, kad, apskritai paėmus, jos veikla buvo gera. Tie, kurie tai teigė, aiškino taip. Tuoj po akcijų rinkos žlugimo FRS sumažino diskonto normą ir palaikė ją žemą, išskyrus 1931 m. pabaigą, nes tada buvo aukso nutekėjimas ir kilo grėsmė, kad JAV, kaip ir Didžiajai Britanijai, teks atsisakyti aukso standarto. FRS suklydo, kai padidino diskonto normas, kad nuramintų grėsmės išgąsdintus žmones ir priverstų juos manyti, jog JAV laikysis aukso standarto, net jei tai reikštų didesnes palūkanų normas. Tačiau netrukus FRS vėl sumažino diskonto normą. 1936 m. ir 1937 m. FRS labai suklydo padidindama privalomųjų rezervų reikalavimus, bet, žinoma, negalima jos kaltinti dėl depresijos. Tai susidarė dėl ribinio investavimų efektyvumo visiško sumenkėjimo, akcijų rinkos žlugimo, o gal ir dėl ribinio polinkio vartoti sumažėjimo. Pinigų politika buvo beveik bejėgė tokioje situacijoje. FRS palaikė žemas diskonto ir kitas trumpų terminų palūkanų normas, bet ekonomikoje polinkis skolintis buvo nedidelis. FRS leido naudotis rezervais, tačiau bankai paprasčiausiai laikė juos kaip perteklinius rezervus, nes niekas neėmė didesnių paskolų; FRS palaikė tokias žemas palūkanų normas, kad bankai nelabai norėjo pirkti vertybinių popierių. Juk pririšus trumpa virve, negalima pastumti.

Nors kai kurie ekonomistai ir anksčiau kritikavo tokią pinigų politiką, iki 7 dešimtmečio tai buvo visų priimtas požiūris; 7 dešimtmetyje jį rimtai sukritikavo Frydmenas (Friedman) ir Švarc (Schwartz), be to, Elmusas Vikeris (Elmus Wicker; Indianos universitetas). Dabar daugelis ir nemonetaristų ekonomistų sutinka su Frydmeno ir Švarc Didžiosios depresijos vertinimu, bent jau plačiąja reikšme.

Dėstydami savo monetaristinį požiūrį, Frydmenas ir Švarc daugiau dėmesį kreipė į rezervus ir pinigų kiekį, o ne į palūkanų normas. Tačiau jie nurodė, kad beveik per visą krizės metą diskonto norma ir komercinių popierių palūkanų norma buvo maža, bet kitaip buvo ir su tomis palūkanų normomis, kurios verslo skolininkams yra svarbesnės, pavyzdžiui, su Baa obligacijų palūkanų norma. Bijodama tolimesnių finansinių krizių, visuome-

nė pernelyg pakelia labai likvidžių vertybinių popierių (pavyzdžiui, komercinių popierių) kainas, ir todėl susidaro nepaprastai didelis atotrūkis tarp palūkanų normų už labai likvidžius, saugius vertybinius popierius ir už mažiau likvidžius bei saugius. Be to, Didžiosios depresijos pradžioje, mažėjant kainoms, prognozuota realioji palūkanų norma turbūt buvo daug didesnė nei nominalioji. Diskonto norma irgi, kad ir nedidelė istoriniu požiūriu, buvo nemaža palyginti su atvirosios rinkos palūkanų normomis ir todėl neskatino diskontavimo. Be to, nedidelė diskonto norma nebuvo labai reikšminga, nes, kaip yra minėjęs Klarkas Vorbertonas (Clark Warburton), dirbęs FIDK, ji buvo vykdoma kartu su griežta diskonto lango administravimo politika, kuri dažniausiai trukdė bankams skolintis.

Tačiau Frydmenas ir Švarc daugiausia dėmesio kreipė ne į palūkanų normas, bet į FRS atvirosios rinkos operacijas arba į jų stoką. Iki 1932 m. FRS nevykdė daug pirkimų atvirojoje rinkoje. Faktiškai iki tol ji tik kompensuodavo plėtros poveikį bazei, kuris paprastai susidarydavo dėl to meto aukso įplaukų. Todėl Frydmenas ir Švarc teigė FRS politiką buvus ribojamąją. Pagaliau 1932 m. FRS pradėjo vykdyti trumpų terminų pirkimus atvirojoje rinkoje; šį faktą Frydmenas ir Švarc traktavo kaip FRS norą nuraminti Kongresą, ketinantį vykdyti tokią iždo politiką, kuri, FRS nuomone, buvo per daug nukreipta į plėtrą.

Kodėl FRS buvo tokia griežta? Frydmeno ir Švarc nuomone, viena iš priežasčių buvo ta, kad ji nesuprato, kokia griežta ji iš tikrųjų buvo. Užuot pastebėjusi pinigų kiekio sumažėjimą, ji matė tik diskonto normą ir pertekliniu rezervus. Frydmenas ir Švarc teigė, kad FRS neteisingai suprato, kas darosi su pertekliniais rezervais. Ji nesuprato, kad pertekliniai rezervai labai padidėjo (nuo 0,2 procento 1929–1931 m. iki 6,8 procento 1935 m. ir iki 12,0 procentų 1940 m.) dėl to, kad bankams reikėjo papildomų rezervų nuo galimų trūkumų apsisaugoti. O FRS manė, kad dideli pertekliniai rezervai rodo bankų paskolų paklausos trūkumą.

Tačiau Džeraldas Epsteinas (Gerald Epstein) iš Naujosios socialinių tyrimų mokyklos ir Tomas Fergusonas (Thomas Ferguson) iš Teksaso universiteto, detaliai išnagrinėję FRS dokumentus, padarė išvadą, kad FRS nenorėjo vykdyti labiau į plėtrą nukreiptos politikos dėl kitų priežasčių. Viena jų buvo rūpestis dėl aukso nutekėjimo ir dėl to, kad kai kuriems federaliniams rezervų bankams trūko aukso, reikalingo pinigams ir indėliams paremti. Kita priežastis buvo susirūpinimas, kad sumažėjus palūkanų normoms, daugeliui bankų neužteks pelno, kad galėtų išsilaikyti. Dar viena priežastis buvo nuomonė, kad krizė reikalinga tam, kad būtų likviduotos neefektyvios firmos[2].

---

[2] *Gerald Epstein, Thomas Ferguson.* Monetary Policy, Loan Liquidation and Industrial Conflict: The Federal Reserve and Open Market Operations in 1932. — Journal of Economic History, 44 (1984, gruodis); p. 957–984. Susirūpinimas dėl federalinių rezervų bankų aukso trūkumo dabar skamba keistai, bet tada federalinių rezervų bankų pinigai ir indėliai turėjo būti paremti auksu. Ne tik visa Federalinė rezervų sistema, bet ir kiekvienas

Kad ir kokia būtų buvusi FRS veiksmų ar neveiklumo priežastis, FRS nenusipelno ovacijų. Vikeris yra pastebėjęs, kad nuo 1932 m. „pasidarė aišku, jog [FRS] vadovai nepripažįsta jokių rimtų įsipareigojimų palaikyti bankų sistemos mokumą“[3].

Gal reikėtų pasakyti du dalykus šiems niūriems faktams pateisinti. Pirma, informacija, kurią FRS buvo gavusi iš ekonomistų darbų, nebuvo tiksli, ir antra, ne visi FRS vadovai sutiko su esama politika. Niujorko federalinis rezervų bankas paprastai rėmė plėtros politikos priemones, bet jo vaidmuo nebuvo vyraujantis.

Federalinės rezervų sistemos politikos poveikis

Ar padėtis labai skirtųsi, jei FRS būtų intensyviai vykdžiusi dideles atvirosios rinkos operacijas, kurios aprūpintų bankus reikalingais rezervais išimamiems indėliams apmokėti ir bankai būtų apsaugoti nuo masiškų bankrotų? 1930 m., dar prieš masiškus bankų bankrotus, jau buvo prasidėjusi nepaprastai didelė krizė. Frydmenas ir Švarc šio Didžiosios depresijos laikotarpio kaip reikiant neišaiškina. Tačiau ekonomika nuo tokių krizių nukentėjo 1908 m., 1914–1915 m., 1921 m. ir kiekvieną kartą po tam tikro laiko atsikurdavo. Didžioji depresija buvo ne tik gili, bet ir ilgai truko. Ar šitie požymiai gali būti susieti su bankų žlugimo bangomis ir ar galėjo FRS užkirsti kelią bankrotams?

Atsakymas į pirmą iš šių klausimų daug priklauso nuo pinigų kiekio reikšmingumo. Be to, priklauso ir nuo to, ar buvo dar kokių nors veiksnių, dėl kurių krizė pasidarė tokia gili ir taip ilgai truko. Atsakymas į antrąjį klausimą — ar FRS galėjo apsaugoti bankus nuo žlugimo — priklauso nuo to, ar tie bankai buvo stiprūs, ar jie turėjo per daug nepatikimų aktyvų.

Pirmu atveju, jei kalbėsime apie pinigų svarbą, mes mažai ką galime pridėti prie ankstesnių pastebėjimų. Tačiau net ir nebūdami gryni monetaristai, turime sutikti su tuo, kaip monetaristai vertina 4 dešimtmečio pinigų kiekio mažėjimą. Keinso šalininkai tokį nuosmukį irgi laikė neigiamu. Tiksliau sakant, sumažėjusi pinigų pasiūla buvo ne vienintelė blogybė. Sumažėjo ir pinigų apyvartos greitis, bet Frydmenas ir Švarc teigia, kad toks sumažėjimas nebuvo savarankiškas veiksnys, sukėlęs krizę, o susidarė dėl pajamų sumažėjimo. Taigi jie teigė, kad pinigų apyvartos greitis sumažėjo dėl to, kad buvo leista sužlugti bankams. Kita vertus, Keinso šalininkai paprastai nesutinka su Frydmeno pinigų apyvartos greičio teorija, kuria grindžiama prielaida, kad pinigų apyvartos greitis sumažėjo tik dėl sumažė-

bankas turėjo laikytis šių reikalavimų. Teiginys, kad krizė išgelbsti ekonominę sistemą nuo neefektyvumo, dabar irgi atrodo keistai, bet anksčiau, ir prasidėjus Didžiajai depresijai, jis buvo populiarus.

[3] *Elmus Wicker.* Federal Reserve Monetary Policy, 1917–1933. New York, Random House, 1966, p. 173.

jusių pajamų; jie pabrėžia kitą dalyką — žemų palūkanų normų poveikį pinigų apyvartos greičiui. Tačiau net jeigu išaiškėja, kad Didžiąją depresiją galėjo sukelti daug kitų veiksnių, labiausiai tikėtina, kad jos trukmę ir mastus visų pirma lėmė didžiulis pinigų kiekio sumažėjimas.

Monetaristų aiškinimo kritika dažnai grindžiama teiginiu, kad pinigų kiekio sumažėjimas buvo tik tarpinė, o ne reali ar verta dėmesio priežastis. Jų požiūriu, bankrotai kilo dėl to, kad bankai turėjo per daug nepatikimų aktyvų ir FRS plėtros politika vis tiek negalėjo apsaugoti jų nuo žlugimo. Tačiau Frydmenas ir Švarc manė kitaip; jie teigė, kad daugelis bankų nebūtų žlugę, jei FRS būtų dideliu mastu vykdžiusi pirkimus atvirojoje rinkoje. Jų nuomone, 3 dešimtmetyje bankų aktyvų kokybė ne taip labai pablogėjo.

Jie ne tik kaltino FRS nevykdžius pareigų, bet teigė, kad daugelis bankų nebūtų žlugę, jei ne FRS. Iki 1913 m., kai bankams grėsdavo masiniai bankrotai, bankai susitardavo kuriam laikui nutraukti išmokas grynaisiais pinigais, ir tuo laiku atlikdavo tarpusavio čekių kliringą. Žmonės tada galėjo panaudoti savo indėlius mokėjimams iš vienos sąskaitos į kitą. Bankai, laikinai stokojantys pinigų ir kitų likvidžių aktyvų, nebankrutuodavo. Bet FRS ir jos diskontavimo mechanizmas sužlugdė stiprių bankų tradiciją nutraukti išmokas grynaisiais pinigais.

Frydmeno ir Švarc teorijos kritika

Kai Frydmenas ir Švarc pirmą kartą pateikė savo naująją Didžiosios depresijos interpretaciją, daugelis iš karto pritarė jų aiškinimui. Bet jis nėra nekritikuotinas. Sistemiškiausią kritiką pateikė Pyteris Teminas (Peter Temin) iš Masačūsetso technologijos instituto, kuris iškėlė daug svarbių klausimų[4].

Vienas iš jų buvo toks: ar pastebimas pinigų kiekio sumažėjimas susidarė dėl pinigų pasiūlos kreivės poslinkio, kaip teigė Frydmenas ir Švarc, ar dėl pinigų paklausos kreivės poslinkio. Tarkime, kad krizę faktiškai sukėlė investavimų ribinio efektyvumo praradimas arba labai sumažėjęs vartojimas. Sumažėjus pajamoms, sumažėjo ir pinigų paklausa, taigi ir palūkanų normos. Sumažėjusios palūkanų normos sumažino pinigų pasiūlą, nes skatino bankus laikyti perteklinius rezervus ir mažiau skolintis iš FRS, o gal ir dėl to, kad padidino pinigų ir indėlių santykį. Tada galima buvo pastebėti, kad, sumažėjus pinigų pasiūlai, sumažėjo ir pajamos, ir padaryti išvadą, kad pinigų pasiūlos sumažėjimas nulėmė pajamų mažėjimą, nors faktiškai buvo priešingai. Teminas teigė, kad Frydmenas ir Švarc neparodė, jog pinigų kiekio sumažėjimas greičiau buvo priežastis, o ne pasekmė.

---

[4] *Peter Temin.* Did Monetary Forces Cause the Great Depression? New York, W. W. Norton, 1976.

Temino nuomone, nebuvo aišku, bent jau Didžiosios depresijos pradžioje, kad trūksta pinigų. Realusis pinigų kiekis 1931 m. buvo šiek tiek didesnis negu 1929 m., nors po to sumažėjo. Taigi jis teigė, kad nors 1931 m. kainos sumažėjo tiek, kad galima buvo kompensuoti nominaliojo pinigų kiekio sumažėjimą, bet gamybos sumažėjimą turbūt sukėlė sulėtėjusi pinigų apyvarta, o ne sumažėjęs nominalusis pinigų kiekis. Teminas gana griežtai kainų sumažėjimą sieja su pinigų kiekio sumažėjimu, o sumažėjusią gamybą — su pinigų apyvartos sulėtėjimu. Frydmenas ir Švarc būtų galėję pasakyti, kad tai yra vienašališkas požiūris; jie sakytų, kad dėl kartu vykusių pinigų ir pinigų apyvartos greičio (t. y. visuminės paklausos) pokyčių kainos ir gamybos apimtis sumažėjo vienu metu, ir visuminės pasiūlos kreivė rodo, kad kiekviena iš jų pasikeitė.

Be to, Teminas teigia, kad palūkanų normos už likvidžius vertybinius popierius buvo mažos, o tai rodo, kad nebuvo pinigų trūkumo. (Frydmeno ir Švarc požiūrį į šį teiginį jau esame aptarę.) Be to, Teminas kritikuoja Frydmeną ir Švarc už tai, kad jie iki galo nepaaiškino bankų žlugimo priežasčių. Teminas teigia, kad iš dalies pinigų kiekio sumažėjimas turėtų būti siejamas su žemės ūkio produktų kainų sumažėjimu ir pablogėjusia žemės ūkio padėtimi, dėl kurios bankrutavo žemės ūkio bankai. Temino nuomone, daugelio bankų žlugimą nulėmė realus veiksnys — santykinis kainų žemės ūkyje sumažėjimas, o ne pinigų veiksnys, t. y. FRS politika.

Kartu su žemės ūkio bankais bankrutavo ir didelis Niujorko bankas — Jungtinių Amerikos Valstijų bankas. Teminas teigia, kad, priešingai negu manė Frydmenas ir Švarc, šis bankas žlugo dėl banko vadovybės nelegalių veiksmų ir sukčiavimo, todėl FRS negalėjo užkirsti tam kelio. Tokie bankrotai išgąsdino kitų bankų indėlininkus. Mėgindami apmokėti išimamus indėlius, šie bankai pardavinėjo obligacijas, ir pastarųjų kaina krito. Tai privertė bankus sumažinti savo apskaitoje nustatytas obligacijų kainas, o tai savo ruožtu sumažino daugelio bankų kapitalą ir nulėmė jų uždarymą. Kai kurie ekonomistai, detaliai ištyrę keleto didžiųjų bankų žlugimą, pritardami Teminui sakė, kad bankrotai įvyko greičiau dėl sukčiavimų ir prasto bankų darbo, o ne dėl FRS politikos. Aiškindamas bankų žlugimo klausimą, Teminas kaltino Frydmeną ir Švarc, kad jie perdėtai vertino FRS ir nepakankamai vertino privataus sektoriaus atsakomybę dėl Didžiosios depresijos. Jo manymu, vienas argumentų, kad pinigų kiekio pokyčiai įvyko ne dėl FRS kaltės, yra tai, kad FRS būtų galėjusi jų išvengti.

Čia iškyla svarbi problema. Frydmenas ir Švarc kaltino FRS, kad ji krizės metu buvo pasyvi, nevykdė intensyvių atvirosios rinkos operacijų ir neaprūpino bankų reikiamais rezervais. Jie vertino keleto bankų žlugimą kaip įvykusį faktą ir daugiausia dėmesio kreipė į FRS veiklą, dėl kurios ir kiti bankai patyrė bankrotą. O Teminas mano, kad FRS tikrai buvo neveikli ir pinigų kiekio sumažėjimo priežastimi laiko tuos veiksnius, kurie pirmiausia nulėmė bankų bankrotą. Taigi šiuose ginčuose priešininkai iš dalies kalba apie skirtingus dalykus. Frydmenas ir Švarc klausia, ar nuosmukis bū-

tų virtęs tokia katastrofiška krize, jei FRS būtų padariusi, ką privalėjo padaryti, ir atsako — ne, nebūtų. Teminas klausia, ar be FRS politikos buvo kitų veiksnių, dėl kurių sumažėjo visuminė paklausa, ir atsako į tai — taip. Abu atsakymai gali būti teisingi. Temino teiginiai neišteisina FRS.

KARO METŲ FINANSAI IR DIRBTINAI NUSTATOMA PALŪKANŲ NORMA

Didžiosios depresijos metu problemą sudarė nepakankama visuminė paklausa. II pasaulinio karo metais situacija buvo priešinga. Dėl to, kad didelė gamybos dalis buvo skiriama karo reikmėms, visuminė paklausa buvo per didelė. Vyriausybė mėgino riboti prasidėjusią infliaciją didesniais mokesčiais, darbo užmokesčio ir kainų kontrole, be to, normavimu. Pinigų politikos padėtis pasidarė keista. Esant per didelei paklausai, FRS paprastai kovodavo su infliacija didindama palūkanų normas ir ribodama pinigų kiekio didėjimą. Bet karo metu FRS turėjo sudaryti galimybę vyriausybei karo reikmėms skolintis žemomis palūkanomis. Iš dalies tai buvo susiję ir su 4 bei 5 dešimtmečių nuomone, kad palūkanų normos ir pinigų augimo norma nėra lemiami visuminės paklausos veiksniai ir kad griežta pinigų politika daug nepadėtų apriboti infliaciją. Be to, tai buvo susiję ir su nepasitenkinimu tuo, kokiais būdais buvo finansuojamas I pasaulinis karas. Ankstesniame kare staigiai išaugo palūkanos, ir todėl padidėjo iždo palūkanų mokėjimai. Be to, visi galvojo, kad po II pasaulinio karo ekonomika sugrįš į prieškario krizės situaciją. Jeigu būtų leista didėti palūkanų normoms karo metu, tai galėtų suformuoti nuomonę, kad ir vėliau palūkanos bus didelės, ir ilgų terminų palūkanas bus sunku sumažinti iki tokio lygio, kuris atitiktų pablogėjusią ekonomiką. Dėl šių priežasčių vyriausybė nusprendė, kad nereikia pasitikėti tuo, jog augančios palūkanų normos sustabdys infliaciją. Užuot leidus palūkanoms augti, jų lygis *dirbtinio nustatymo* politikos priemonėmis buvo palaikomas toks, koks buvo krizės sąlygomis.

Dirbtinai nustatomos palūkanų normos

Dirbtinis nustatymas reiškia, kad FRS yra pasiruošusi pirkti visus pasiūlytus vyriausybės vertybinius popierius nominalia kaina, t. y. mokėti 100 procentų jų nominalios vertės. Dėl tokios politikos FRS nebegalėjo kontroliuoti atvirosios rinkos operacijų ir pinigų pasiūlos. Visuomenė sprendė, kiek vertybinių popierių FRS turėjo pirkti atvirosios rinkos operacijomis. FRS politika buvo visiškai prisitaikomoji, todėl FRS negalėjo kontroliuoti rezervų ir pinigų kiekio.

Palūkanų normos buvo dirbtinai nustatomos tokio lygio, kuris vyravo Didžiosios depresijos metu — 2,5 procento už ilgalaikes iždo obligacijas ir 0,375 procento už iždo vekselius[5]. Reikėjo pagalvoti (bet nebuvo pagalvota), kad, dirbtinai nustačius trumpalaikių palūkanų normas žemesnes, o ilgų terminų — daug aukštesnes, susidarys keblumų. Jei FRS žadėjo pirkti ilgalaikes obligacijas nominalia kaina, jos tapo tokios pat likvidžios kaip ir trumpų terminų vertybiniai popieriai; todėl visi norėjo parduoti Federalinei rezervų sistemai iždo vekselius, duodančius 0,375 procento, ir įsigyti obligacijų, duodančių 2,5 procento. Ir, žinoma, FRS susirinko beveik visus tuo metu esamus iždo vekselius.

Karo metais mažai buvo diskutuojama dėl pinigų politikos, ir net pirmaisiais pokario metais FRS beveik be prieštaravimų sutiko, kad palūkanų normos būtų dirbtinai nustatomos. Kodėl tokia politika buvo priimtina FRS? Viena iš priežasčių — ne iš karto buvo suvokta, jog pokario infliacija yra nekintama. Beveik visi tikėjosi, kad po karo bus krizė, ir tik po kurio laiko žmonės suprato, jog problemų kelia ne per maža, o per didelė visuminė paklausa. Kita priežastis, kaip esame minėję, — prasta nuomonė apie pinigų politiką. Trečias dalykas: nors dirbtinai nustatomos palūkanų normos sudarė galimybę staiga didėti pinigų kiekiui, jis nedidėjo. Net atvirkščiai: 1949 m. pinigų kiekis buvo šiek tiek mažesnis negu 1947 m. Pasirodo, kad didžiąją to periodo dalį pusiausvira palūkanų norma buvo žemesnė nei dirbtinai nustatyti 2,5 procento už obligacijas, todėl iš FRS nebuvo reikalaujama, didinant bankų rezervus ir pinigų kiekį, palaikyti dirbtinai nustatytą palūkanų normą. Spartėjant pinigų apyvartai, pinigų paklausa nepadidėjo.

Po kurio laiko FRS pradėjo nerimauti, kad negali kontroliuoti padėties. 1950 m., prasidėjus Korėjos karui, FRS susirūpinimas virto atvira opozicija. Kai palūkanų normos buvo nustatomos dirbtinai, iš tiesų ne FRS, o Iždas vykdė pinigų politiką, nes FRS privalėjo remti Iždo sprendimus dėl vyriausybės vertybinių popierių palūkanų normų. Vėl prasidėjus karui ir dėl to padidėjus infliacijai (vartojimo kainų indeksas nuo 1950 m. birželio iki 1951 m. gruodžio mėn. padidėjo 11 procentų), FRS norėjo atgauti pinigų politikos kontrolę. Kita vertus, Iždas norėjo išlaikyti dirbtinai nustatomų palūkanų politiką.

Ginčuose su Iždu Federalinę rezervų sistemą labai rėmė ekonomistai mokslininkai ir Kongresas. Todėl ji jautėsi pakankamai pajėgi pasipriešinti Iždui. 1950 m. rugpjūčio mėn. ji leido, kad kai kurių vyriausybės vertybinių popierių kaina nukristų šiek tiek žemiau už nominalią vertę. Iškilo nesutarimai, bet jie buvo išspręsti 1951 m. kovo mėn. — buvo sudaryta sutartis, vadinamoji „Bendroji nuomonė"; šia sutartimi buvo leista saikingai didėti trumpų terminų palūkanų normoms ir labai nedaug didėti ilgalaikių

[5] Po karo buvo leista vekselių palūkanų normai didėti iki 1 procento, bet ji vis tiek buvo daug mažesnė už 2,5 procento ilgalaikių palūkanų normą.

palūkanų normoms. FRS buvo leista nesilaikyti visiškai dirbtinai nustatytų palūkanų normų; iš tiesų ji turėjo žiūrėti, kad vyriausybės vertybinių popierių vertė nesmuktų daug žemiau už nominaliąją. Tas susitarimas galiojo tik iki 1952 m. rinkimų — atėjusi į valdžią Eizenhauerio (Eisenhower) vyriausybė vėl suteikė FRS laisvę.

DIDŽIOJI INFLIACIJA

Kaip buvo minėta, infliacija pradėjo didėti 7 dešimtmečio viduryje. Ši infliacija buvo ne tokia didelė, bet ilgai užtruko. Blogiausia buvo tai, kad kiekvieną kartą, kai infliacijos procentas padidėdavo, jis pasiekdavo aukštesnį tašką nei prieš tai, o kiekvieną kartą, kai jis sumažėdavo nuosmukio periodu, nusileisdavo iki lygio, aukštesnio už tą, kuris buvo ankstesnio nuosmukio periodu. Kitaip tariant, didėjo ne tik kainos, bet ir procentas, kuriuo tos kainos kilo. Iki 1979 m. vartojimo kainų indeksas pakilo 130 procentų palyginti su 1965 m. lygiu.

Ši infliacija vyko dėl keleto priežasčių. Akivaizdžiausia iš jų — pasiūlos šokai. 1973–1974 m. keturgubai padidėjo naftos kainos, o 1979–1980 m. jos dar padvigubėjo. 1972–1973 m. dėl blogo derliaus pasaulyje sparčiai kilo maisto produktų kainos. Iš principo tokie įvykiai neturėjo sukelti infliacijos. Jie galėjo tik tais metais šiek tiek padidinti kainas, bet neturėjo sukelti infliacijos. (Primename, kad infliacija — tai *nuolatinis kainų augimas.*) Tačiau nenuostabu, kad aukštesnės kainos savo ruožtu padarė poveikį darbo užmokesčiui, kuris vėl padidino kainas, ir taip padidėjo infliacijos procentas. Teoriškai imant, jeigu darbo užmokestis ir kainos būtų pakankamai lankstūs ir jeigu FRS nebūtų leidusi didėti pinigų pasiūlai, padidėjusias naftos ir maisto produktų kainas būtų buvę galima kompensuoti mažesnėmis kitų prekių ir paslaugų kainomis. Tačiau darbo užmokestis ir kainos nebuvo tokie lankstūs.

Antrasis veiksnys, gal ne toks svarbus, buvo dėl Vietnamo karo ir dėl karo su skurdu padidėjusios vyriausybės išlaidos.

Bet svarbiausia infliacijos augimo priežastis buvo pernelyg į plėtrą nukreipta pinigų politika. Kodėl pinigų politika buvo plėtros politika? Galima paminėti tris priežastis. Pirma, FRS pasidavė politiniam spaudimui. Nominaliosios palūkanų normos didinimas buvo labai nepopuliarus tiek Vašingtone, tiek visoje šalyje, o perėjus prie mažiau į plėtrą kreipiančios politikos, nominaliosios palūkanų normos būtų laikinai padidėjusios. Antra, FARK nepakankamai įvertino tokį rodiklį, kaip infliacijos nespartinantis nedarbo procentas, ir mėgino išlaikyti nerealiai mažą nedarbą. Trečia, FRS neteisingai planavo užduotis — kai IS kreivė pasislinkdavo aukštyn, ji planuodavo palūkanų normas, taikydamasi prie infliacijos. Visi šie paaiškinimai yra iš dalies teisingi, tačiau sunku pasakyti, kuris iš jų yra reikšmingesnis.

Mūsų nuomone, labiausiai tikėtinas yra politinis paaiškinimas, nors kiti ekonomistai gali dėl to ginčytis. Įsivaizduokite, kad visą laikotarpį valdžioje yra vyriausybė, kuri laikosi kainų stabilumo politikos. Tada prezidentas reikalautų, kad FRS laikytųsi ribojamosios politikos ir paskirtų valdytojus, kurie labiau rūpintųsi infliacija. Tuo atveju FRS nelabai norėtų rizikuoti ir nesistengtų palaikyti pernelyg žemą nedarbo lygį.

Be to, net jei FRS reguliuoja palūkanų normas, IS kreivei pasislinkus aukštyn, infliacija nebūtinai turi didėti. FRS gali nuolat ir pakankamai smarkiai didinti palūkanų normą. FRS svertas (priemonė) — federalinių fondų palūkanų norma — irgi nebūtinai spartina infliaciją. Nuo 1982 m. vidurio FRS naudojosi labai panašia priemone, bet infliacija sumažėjo. Japonijos centrinis bankas — Japonijos bankas — naudojo užduotis ir svertus, panašius į tuos, kuriuos 8 dešimtmetyje naudojo FRS, bet Japonijoje infliacija nedidelė. Kai yra noro, visi būdai geri.

Infliacijos mažinimas

Didelė infliacija sukėlė didelį nepasitenkinimą. Ją sustabdė ne tik iš darbo atleistų žmonių bei tų, kurie dėl infliacijos buvo patyrę nuostolių, pasipriešinimas, bet ir dvi tarptautinės finansų krizės. Pirmoji šių krizių kilo 1978 m. pabaigoje, kai dėl spartaus pinigų kiekio didėjimo buvo prarastas pasitikėjimas doleriu ir jo vertė užsienio valiutų rinkoje sparčiai krito. Iškilo pavojus, kad užsienio šalių centriniai bankai (turėję dideles dolerių atsargas) ir privatūs asmenys paleis savo dolerių atsargas į rinką ir paspartins dolerio nuvertėjimą. Dėl to 1978 m. lapkričio 1 d. prezidentas Karteris pareikalavo, kad būtų įvesta anksčiau buvusi „savanoriška" darbo užmokesčio ir kainų kontrolė ir tuo tikslu būtų imtasi neatidėliotinų priemonių. Jungtinės Valstijos pasiskolino 30 mlrd. JAV dol. vertės užsienio valiutų, kad galėtų sustiprinti dolerį valiutų rinkoje. Iš esmės Karteris paprašė FRS įvesti ribojamąją politiką. Tai, kad prezidentas, ypač Demokratų partijos prezidentas, viešai paprašė FRS padidinti palūkanų normas, buvo ypatingas žingsnis; jis turėjo didelę simbolinę reikšmę.

Tačiau svarbu yra ne dramatiški gestai, o tai, ar nuosekliai jų laikomasi. Pradžioje reikalavimų buvo laikomasi griežtai, bet taip buvo neilgai. Pinigų kiekio didėjimas labai sulėtėjo, bet neilgam. 1979 m. antrajame ketvirtyje jis vėl paspartėjo ir iki metų pabaigos liko spartus. Atrodė, kad FRS nebegali jo kontroliuoti. Tai dar galėjo ir nesukelti radikalių politinių pokyčių, bet atsitiko dar du su tuo susiję dalykai.

Pirma, labai paspartėjo infliacija. Antra, prasidėjo antroji dolerio kurso krizė — užsieniečiams nepasitikint doleriu, jo kursas valiutų rinkoje labai nukrito. Atrodę reikšmingi politiniai lapkričio mėn. pokyčiai davė mažiau nei metus trukusį atokvėpį. Ir antroji krizė 1979 m. rudenį atrodė net grėsmingesnė už 1978 m. krizę.

Galima būtų pagrįstai sakyti, kad FRS ištiko nesėkmė. Pasirodė, kad ji nebegali kontroliuoti pinigų kiekio. Sparčiai didėjančios aukso (nuo 1979 m. rugpjūčio iki spalio mėn. pradžios kaina pakilo iki 100 dolerių už unciją) bei kai kurių žaliavų kainos rodė, kad dėl didelės infliacijos žmonės ėmė manyti, jog saugiausia būtų atsikratyti dolerių ir įsigyti prekių. Be to, buvo jaučiamas pavojus, kad doleriai vėl užtvindys valiutų rinką, užsieniečiams pastebėjus, kad FRS veiksmai 1978 m. lapkričio mėn. buvo nevykę.

Buvęs FRS valdytojas Filipas Kaldvelis (Phillip Coldwell) apie šią situaciją pasakė: „Mes esame ant hiperinfliacijos ribos“[6]. Gal toks pasakymas ir perdėtas, bet padėtis buvo grėsminga. Reikėjo kažką daryti. Todėl 1979 m. spalio 6 d. nepaprastame ir dramatiškame šeštadienio susirinkime Valdytojų taryba priėmė nutarimą dėl naujos politikos, kuri tapo žinoma pavadinimu *Šeštadienio nakties ypatingoji*. Nepaisant to, kad daugelis manė (nors klaidingai), jog yra prasidėjęs ekonominis nuosmukis, FRS įvedė griežtą ribojamąją politiką. Ji padidino diskonto normą iki 12 procentų ir nustatė 8 procentų privalomųjų rezervų reikalavimus kelioms bankų pasyvų rūšims. Dar svarbesnis buvo jos pareiškimas, kad leisianti labiau svyruoti federalinių fondų palūkanų normai, kad galima būtų griežčiau reguliuoti pinigų kiekį. 23 skyriuje esame minėję, kad ankstesnė 1,25 procento ar panaši federalinių fondų palūkanų normos svyravimo riba neleido FRS pakankamai gerai kontroliuoti pinigų kiekio; dažnai ji turėdavo leisti daug didesnį palūkanų normos kitimą, norėdama, kad pinigų paklausa išaugtų iki FRS norimo lygio. Tada buvo nustatyta 5 procentų svyravimo riba, ir net tokia plati riba ne visuomet buvo pakankama. Be to, ankstesnis federalinių fondų palūkanų normos svertas buvo pakeistas mažiau prisitaikančiu neskolintųjų rezervų svertu.

1979 m. spalio mėn. pradėta vykdyti politika sustabdė grėsmingą dolerio kurso kritimą valiutų rinkoje. Be to, FRS pasisekė sumažinti pinigų daugėjimo procentą, nors jis vis tiek liko aukštesnis už FRS užduotimi nustatytą vidutinį tašką. Smarkiai augo nominaliosios palūkanų normos.

Nors 1979 m. spalio mėn. programa užsienio valiutų rinkoje ir buvo sėkminga, šalies viduje ji nepavyko. Finansų rinkose nebuvo tikima, kad FRS gali kontroliuoti infliaciją. Jei ten būtų tikėtasi, kad FRS pasiseks, būtų padidėjusios ilgalaikių obligacijų kainos, o ilgalaikių palūkanų normos būtų sumažėjusios tiek, kiek būtų sumažėjęs į palūkanų normą įtraukiamas infliacijos priedas. O išėjo atvirkščiai — obligacijų kainos krito!

Rinka buvo teisi. Per tris mėnesius, nuo 1979 m. gruodžio mėn. iki 1980 m. vasario mėn., vartojimo kainų indeksas pakilo iki 17 procentų per metus. Kredito rinka buvo dezorganizuota dėl baimės, kad infliacija, taigi ir palūkanų normos, staiga padidės. Ar galėjo rinkos dalyviai nuspręsti, kokias nustatyti palūkanų normas už jų išleidžiamas obligacijas? Ne, niekaip

[6] Cituojama iš: *William Greider.* Secrets of the Temple. New York, Simon and Schuster, p. 104.

negalėjo. Todėl ilgų terminų obligacijų rinka, kaip ir hipotekų rinka, kurį laiką beveik visai nustojo veikusi. Ir net trumpalaikių vertybinių popierių, pavyzdžiui, komercinių popierių, rinkos negalėjo gerai funkcionuoti. Kai kurie didieji bankai paskelbė, kad jiems sunku parduoti didelių indėlių sertifikatus.

Iki 1980 m. kovo mėnesio 1979 m. spalio mėn. politika buvo visiškai sukritikuota. Gali atrodyti keista, bet žmonės iš tikrųjų tikėjosi nuosmukio, kuris sumažintų ir infliaciją, ir palūkanų normas. Buvo paskelbta, kad kai FRS pirmininkas Polis Volkeris (Paul Volcker) buvo paklaustas, ar griežtos pinigų ir iždo politikos priemonės sukels nuosmukį, jis atsakė: „Taip, ir kuo anksčiau, tuo geriau"[7].

Buvo aišku, kad vėl reikia kažką daryti, ir 1980 m. kovo mėn. prezidentas Karteris paskelbė įvairialypę programą laukiamai infliacijai pažaboti. Šios programos viena dalis — ką tik Kongresui nusiųsto biudžeto peržiūrėjimas, siekiant pašalinti planuotą deficitą (nors, kaip išaiškėjo, deficito nebuvo). FRS veikla buvo dvejopa. Viena veiklos sritis buvo įprastos pinigų politikos sugriežtinimas — padidinami privalomi tam tikrų bankų pasyvų rezervai ir nustatomas specialus 3 procentų priedas prie diskonto normos, kurį didieji bankai moka už dažną skolinimąsi. Antra veiklos sritis — kreditų paskirstymas, t. y. įvedama tokia sistema, kad kreditai būtų normuojami pagal tam tikras taisykles, užuot vien tik leidus didėti kreditų kainai.

Bankams buvo patariama padidinti paskolas ne daugiau kaip 9 procentais, nors bankai, kurie lėtai plėtėsi arba kurių kapitalas ir likvidumas buvo nedideli, vis tiek nepasiekė šios ribos. Ši programos dalis buvo savanoriška, bet yra toks senas posakis: „Tu neprivalai, bet jei to nepadarysi — gailėsies". Kadangi didieji ir vidutiniai bankai dažnai kreipdavosi į FRS dėl leidimo steigti sąjungas ar kurti holdingo tipo bendrovių filialus, negalima sakyti, kad FRS buvo tokia bejėgė.

Kad sumažintų sparčiai didėjančias vartojimo išlaidas, FRS nustatė ir 15 procentų privalomus rezervus neapdraustoms vartojimo paskoloms — kredito kortelėms, apmokestinamoms paskolinėmis sąskaitomis. Ši privalomųjų rezervų norma buvo taikoma ne tik bankams, bet ir kitoms finansų įstaigoms bei mažmenininkams. Ir dar vienas reikalavimas — kad padidėtų pinigų rinkos fondų aktyvai, buvo reikalaujama 15 procentų privalomųjų rezervų.

Ši kreditų kontrolės programa buvo efektyvi — daug efektyvesnė, nei buvo manyta. Į prezidento pageidavimą, kad vartojimo kreditai būtų apriboti, visuomenė, atrodo, reagavo; ji tai darė tiek iš patriotizmo, tiek iš baimės, kad nepablogėtų ekonominės sąlygos. Vartojimo kreditų mastai ne tik nebeaugo, bet ėmė mažėti. Toks elgesys būtų labai džiuginantis, jei ne vienas faktas — prieš du mėnesius prasidėjo ekonominis nuosmukis!

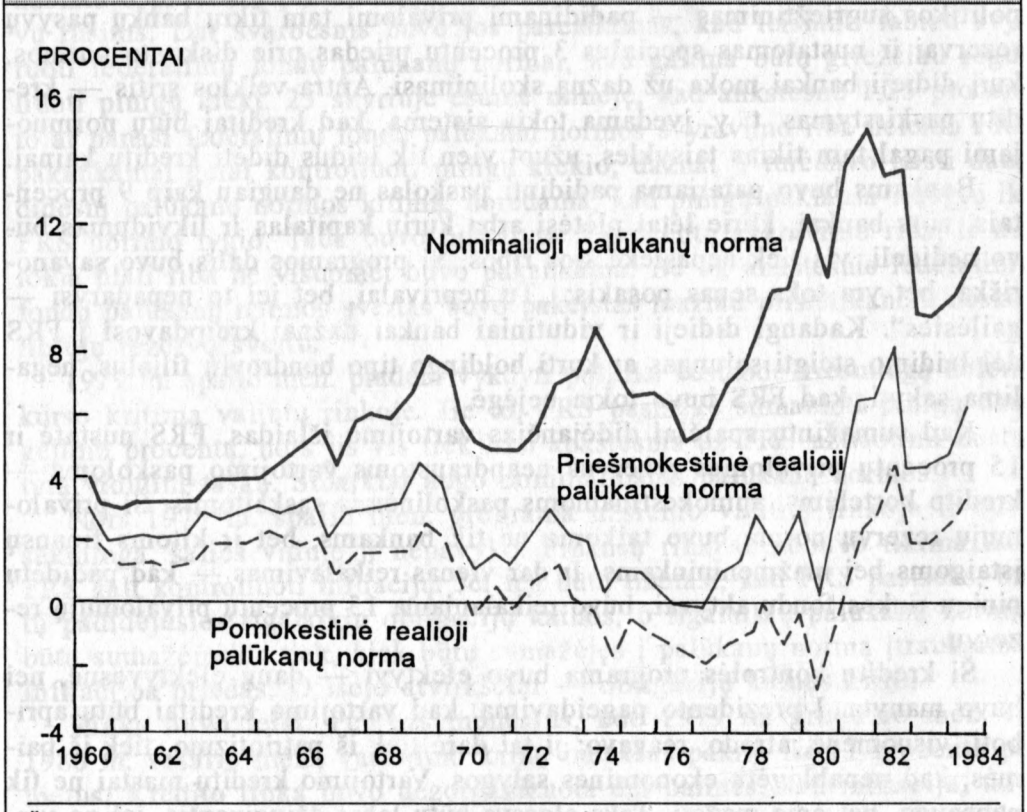
---

[7] *Clyde Farnsworth.* Washington Watch. — New York Times. 17, 1980, kovas, p. D2.

1981–1982 M. NUOSMUKIS

1980 m. nuosmukis buvo trumpalaikis, bet toks pat buvo ir po jo ėjęs plėtros periodas. 1981 m. vidury, prieš ekonomikai visiškai atsikuriant, prasidėjo naujas nuosmukis, kurio metu nedarbas pasiekė 10,8 procento, aukščiausią lygį, koks buvo nuo 4 dešimtmečio. Susidarius palankiems pasiūlos veiksniams, ekonominis nuosmukis labai paveikė infliaciją, ir BNP kainų indeksas 1982 m. padidėjo tik 3,9 procento (o 1980 m. — 12,4 procento). Tačiau toks didelis kontrastas buvo apgaulingas, nes didelę 1980 m. infliaciją iš dalies lėmė antrasis OPEC* sukeltas naftos šokas.

25.2 diagrama. Nominaliosios ir realiosios palūkanų normos už vienerių metų iždo vertybinius popierius. Prognozuota realioji palūkanų norma buvo žema 8 dešimtmetyje ir aukšta 9 dešimtmečio pradžioje. Realiosios palūkanų normos apskaičiuotos, atėmus prognozuotą infliacijos procentą



Šaltinis: Steven Holland. Real Interest Rates: What Accounts for Their Rise? – Federal Reserve Bank of St. Louis. *Review*, 66 (1984, gruodis), p. 19.

* OPEC (angl. Organization of Petroleum Exporting Countries) — Naftą eksportuojančių šalių organizacija, įkurta 1960 m. — Red. past.

Nuosmukio laikotarpiu buvo iškilęs finansinės krizės pavojus. Tokį pavojų sukėlė kai kurių vyriausybės vertybinių popierių dylerių įstaigų, vidutinio dydžio banko „Penn Square" bei kai kurių didelių firmų bankrotas ir tai, kad kai kurios šalys (pvz., Meksika) nepajėgė grąžinti skolų. Daug taupomųjų įstaigų žlugo arba buvo sujungtos su kitomis. Sumažėjo palūkanų normos, bet ne tiek, kiek sumažėjo infliacijos procentas, todėl bent jau už trumpų terminų paskolas realiosios palūkanos buvo neįprastai aukštos. Vieni dėl to kaltino didelį esamą ir būsimą federalinį deficitą, o kiti teigė, kad FRS nepakankamai padidino pinigų kiekio didėjimo normą.

FRS padėtis buvo kebli. Viena, ji norėjo ir toliau vykdyti antiinfliacinę politiką, o kita vertus, norėjo neutralizuoti dėl nuosmukio susidariusias blogybes. Jos užduotį komplikavo penki veiksniai. Pirma, padidinus pinigų daugėjimo normą, galėjo kilti pavojus, kad vėl didės infliacija. Dėl to būtų reikėję ne tik nustatyti infliacinį darbo užmokestį ir kainas, bet ir padidinti infliacinį priedą, įtraukiamą į nominaliąją palūkanų normą. Antra, FRS patyrė didelį spaudimą mažinti palūkanų normas, ir Kongrese daug kas reikalavo, kad būtų sumažinta FRS nepriklausomybė.

Trečia, susilpnėjus reguliavimui, atsirado naujų sąskaitų tipų ir dar sunkiau pasidarė apskaičiuoti pinigų kiekį. Pavyzdžiui, sparčiai plito sąskaitos, vadinamos perleidžiamojo pavedimo (PP; angl. „Now") sąskaitomis. Ar FRS turėjo tai laikyti paprastu P1 padidėjimu ir imtis kompensuojančių veiksmų, ar tai reiškė, kad ilgalaikės santaupos perkeliamos iš kitų sąskaitų į PP sąskaitas ir vertybiniai popieriai padedami į šias sąskaitas, ir dėl to nereikia mažinti P1 daugėjimo normos?

Ketvirta, kaip rodo 25.2 diagrama, prognozuotos nominaliosios palūkanų normos nesumažėjo tiek, kiek sumažėjo infliacijos procentas, todėl realioji palūkanų norma gerokai padidėjo. Tai vargu ar buvo pageidautinas dalykas nuosmukio periodu. Dėl to silpnos ekonomikos šalims pasidarė sunkiau grąžinti skolas, nes paskolos buvo išduotos su kintamomis palūkanų normomis.

Ir dar vienas dalykas — labai sumažėjo pinigų apyvartos greitis. 7 ir 8 dešimtmečiuose pinigų apyvartos greitis didėjo beveik 3 procentais per metus. Nuo 1981 m. iki 1982 m. jis staiga nukrito 4 procentais, ir tai buvo pirmas žymus sumažėjimas per trisdešimt metų. Sumažėjo ir P2 apyvartos greitis. Planuodama pinigų kiekio didėjimą, FRS tikėjosi, kad P1 apyvartos greitis ir toliau didės. Pinigų apyvartos greičio sumažėjimas parodė, kad pinigų daugėjimo sąlygos buvo daug sunkesnės nei FRS buvo maniusi.

Reaguodama į tai, FRS sušvelnino politiką. 1982 m. antrojoje pusėje P1 augimas paspartėjo. Pasirodo, kai kurie ekonomistai be pagrindo bijojo, kad tai apie 1983–1985 m. gali labai padidinti infliaciją. Kiti teigė, kad politika buvo nepakankamai sušvelninta, ir todėl palūkanų normos liko per aukštos.

Monetaristinio (?) eksperimento pamokos

1979 m. spalio 6 d. priimtoji politika dažniausiai buvo traktuojama (nežinia, ar teisingai) kaip radikalus perėjimas prie monetarizmo. Vienu svarbiu aspektu tai tikrai buvo monetaristinė veikla: FRS pradėjo infliacijos kontrolę, o kartu palaikė didelį užimtumą. Be to, FRS atkakliau nei anksčiau ėmė stengtis įvykdyti pinigų kiekio didėjimo užduotį ir todėl leido, kad palūkanų normos labiau svyruotų.

Kokie buvo rezultatai? Kaip jau minėta, labai sumažėjo infliacija (nors ir po tam tikro laiko), o nedarbas labai padidėjo. 25.2 diagrama rodo, kad palūkanų normos pradėjo labiau kisti. Daugelio (bet ne visų) palūkanų normų svyravimas buvo tik laikinas — jos kito dėl kreditų kontrolės įvedimo ir vėliau panaikinimo. Nenuostabu, kad palūkanų normos pradėjo labiau įvairuoti, kai FRS griežtai neberibojo federalinių fondų palūkanų normos. Daug sunkiau paaiškinti, kodėl ir pinigų kiekio didėjimo procentas pradėjo labiau svyruoti. Kadangi federalinių fondų palūkanų norma jau nebuvo griežtai ribojama, galima buvo tikėtis, kad FRS pinigų daugėjimo procentą labiau kontroliuos ir palaikys jį stabilesnį. Iki 1979 m. spalio mėn. monetaristai teigė, kad FRS turėtų leisti palūkanų normoms labiau svyruoti, kad mažiau svyruotų pinigų kiekio didėjimas. Tačiau abiejose srityse susidarė prasta padėtis.

Ar naujoji politika žlugo ir, jei taip, ar tai reiškė, kad monetarizmas paneigiamas? Tai yra labiausiai diskutuojama problema, ir jos čia negalime išspręsti. Galime tik viena — išdėstyti pagrindinius tos problemos aspektus.

Vienas klausimas yra susijęs su staigiu infliacijos mažėjimu, prasidėjusiu 1981 m. Ar turėjo atitinkamai padidėti nedarbo procentas? Tarkime, kad FRS būtų ne taip griežtai veikusi prieš infliaciją ir būtų daug lėčiau ją mažinusi. Ar tai galima buvo padaryti daug mažesnio nedarbo kaina, ar reikėjo drastiškos politikos, kad būtų įveikta visuomenės nuomonė, jog kils infliacija. Daugelis monetaristų manė, kad paskelbus, jog FRS politika keičiama, infliacijos ekspektacijos savaime turėjo sumažėti, todėl nereikėjo tokio didelio nedarbo, kad būtų sumažinta infliacija. Bet diskutuotinas klausimas, ar numatymas, kad infliacija mažės, iš tiesų ją taip paveikė — šiaip ar taip, tai nebuvo taip veiksminga, kaip tikėtasi.

Antra, tai ryškus pinigų apyvartos greičio sumažėjimas. Jei FRS užduotimi būtų pasirinkusi palūkanų normą, o ne pinigų kiekį, tokį poslinkį rodytų LP kreivė. Tačiau, jei pinigų kiekio užduotis ir būtų tikusi 8 dešimtmečiui, kai FRS daugiausia rėmėsi palūkanų normos užduotimi, tai nuo 1979 m. spalio mėn. iki 1982 m., kai FRS daugiau dėmesio kreipė į pinigų kiekį, geresnė užduotis būtų buvusi palūkanų norma. Ar tai buvo tik nesėkmė, ar čia reiškėsi Gudharto (Goodhart) dėsnis (pavadintas ekonomisto Čarlso Gudharto iš Londono vardu), teigiantis, kad stabilus kintamasis tampa nestabiliu, kai, vykdant politiką, pasitikima jo stabilumu?

Trečia, kokius nuostolius ekonomikai padarė didesnis palūkanų normų svyravimas? Ketvirta, kiek palūkanų normos svyravimas padidėjo dėl politikos, panaikinusios ankstesnius federalinių fondų palūkanų normos svyravimų ribojimus? Tai galėjo daugiausia priklausyti nuo labiau netolygaus pinigų kiekio didėjimo, kuris savo ruožtu galėjo susidaryti dėl netinkamos FRS veiklos. Jei pinigų kiekis yra ne toks stabilus, galima būtų tikėtis, kad trumpalaikių palūkanų normos, rodančios neilgo pinigų laikymo išlaidas, taip pat labiau svyruos.

Tai leidžia iškelti pagrindinį klausimą. Ar labai svyruojantis pinigų kiekio didėjimas rodo, kad pinigų politika turi žlugti, nes FRS paprasčiausiai negali kontroliuoti pinigų daugėjimo? Paviršutiniškai vertinant tai atrodo tikėtina. FRS labiau nei anksčiau mėgino kontroliuoti pinigų kiekio didėjimą, bet pinigų kiekis didėjo ne taip stabiliai.

Monetaristai į tai atsako, kad FRS nepakankamai stengėsi kontroliuoti pinigų kiekio didėjimą. Jie teigia, kad FRS mėginimai kontroliuoti pinigus buvo pasmerkti žlugti, kadangi ji rėmėsi netinkamu svertu — skolintaisiais, o ne visais rezervais. Be to, ji nepadarė atitinkamų organizacinių pertvarkymų, kurie būtų padėję geriau kontroliuoti pinigus. Daryti išvadas apie pinigų kontrolę iš 1979–1982 m. patirties yra sunku dėl dviejų priežasčių. Pirma, FRS mėgino kontroliuoti P1. O šiuo metu FRS kontroliuotų ne P1, bet P2. Be to, didesnis P1 svyravimas monetaristinio (?) eksperimento metu buvo labiau susijęs su nepastoviu indėlių ir pinigų santykiu. Toks svyravimas galėjo atsirasti dėl atsitiktinių veiksnių ir nebūtų susidaręs, jei FRS vėl mėgintų kontroliuoti pinigų kiekio didėjimą.

Monetaristinio (?) eksperimento pabaiga

1982 m. antrojoje pusėje FRS atsisakė monetarizmo. Viena iš priežasčių buvo tai, kad palūkanų normoms ir toliau didėjant, prasidėjo masiški bankrotai ar net finansinė krizė. Antra priežastis buvo ta, kad aukštesnės palūkanų normos pasunkino silpnos ekonomikos šalių skolininkių padėtį, nes kai kurios jų galėjo pasidaryti nemokios. Trečia, Kongresas grasino žiauriai bausiąs FRS, jei palūkanų normos nesumažėtų. Paskutinė, bet ne menkiausia, priežastis — pinigų apyvartos greičio mažėjimas ir dėl to pasunkėjęs tos apyvartos prognozavimas trukdė planuoti pinigų kiekio užduotį. Dabar paaiškėjo, kad LP kreivė pasislinko daugiau nei IS kreivė, todėl pinigų kiekis jau nebebuvo tinkama užduotis.

Atsižvelgdama į tai, FRS kurį laiką buvo nusistačiusi P1 stebėjimo kryptį, o ne P1 planavimo užduotį. Vėliau P1 vėl kurį laiką buvo planuojamas, bet šiuo metu nėra nustatyta net, kad reikia stebėti P1. Dabar planuojamos tik P2 ir P3 užduotys.

9 dešimtmečio ekonomikos pakilimas

Didelis 1981–1982 m. nuosmukis baigėsi 1982 m. lapkričio mėn., o po to ėjo ilgiausias iš kada nors užregistruotų ekonomikos plėtros periodų. Galimas dalykas, kad šis pakilimas truko taip ilgai dėl to, kad buvo nuosaikus. Kadangi nedarbo procentas mažėjo lėtai, o Amerikos darbo vietoms grėsė užsienio konkurencija, infliacijos procentas nedidėjo iki plėtros periodo pabaigos. 1986 m., t. y. ketvirtaisiais plėtros metais, vartojimo kainų indeksas padidėjo mažiausiu nuo 1964 m. procentu — 1,1 procento. Todėl FRS, kad ir nesilaikydama monetaristinės politikos, išlaikė pinigų kiekio didėjimo procentą pakankamai mažą ir galėjo sumažinti infliaciją. Bet nuo 1986 m. infliacija vėl padidėjo. Dabar susirūpinta, kad FRS turės rinktis, ar leisti, kad infliacija didėtų daugiau kaip 5 procentais, ar imtis ribojamosios politikos ir sukelti ekonominį nuosmukį.

SANTRAUKA

1. Pagrindiniai FRS tikslai buvo palaikyti aukso standartą, užkirsti kelią finansinėms krizėms, stabilizuoti palūkanų normas, laikytis realiųjų vekselių doktrinos.
2. Didžiosios depresijos metais labai sumažėjo pinigų kiekis. Frydmenas ir Švarc kaltino FRS dėl to, kad ji nevykdžiusi masiškų pirkimų atvirojoje rinkoje. O Teminas teigia, kad pinigų kiekis sumažėjo dėl pinigų paklausos sumažėjimo.
3. Per II pasaulinį karą ir keletą metų po jo FRS dirbtinai palaikė palūkanų normas tokias, kokios buvo krizės metu. 1951 m. ši politika buvo pradėta keisti — iš pradžių buvo laikomasi kompromisinės „Bendrosios nuomonės“ krypties, o nuo 1953 m. visai atsisakyta ankstesnės politikos.
4. 1978 m. pabaigoje valiutų rinkoje labai nukrito dolerio kursas, ir tai sukėlė rimtų sunkumų. Reaguodama į tai FRS laikinai įvedė ribojamąją politiką, bet ji buvo neveiksminga; 1979 m. spalio mėn. FRS turėjo įvesti griežtesnę politiką ir pakeisti savo veiklą taip, kad palūkanų normoms būtų leidžiama labiau svyruoti. 1980 m. pradžioje pasidarė aišku, kad ir tokios politikos nepakanka. Kovo mėn. politika buvo vėl sugriežtinta ir įvesta kredito kontrolė. 1981–1982 m. susidarė pats didžiausias pokario laikotarpio ekonominis nuosmukis ir iškilo finansinės krizės grėsmė.
5. 1979 m. spalio mėn. nusistatyta FRS veiklos kryptis buvo monetaristinė. Rezultatas — sumažėjo infliacija, o nedarbas padidėjo. Žymiai padidėjo palūkanų normos ir jos labai svyravo. Pinigų kiekio didėjimas irgi labiau svyravo. Keinso teorijos šalininkai teigė, kad monetarizmas yra neveiksmingas, o monetaristai tam prieštaraudami aiškino, kad juo nebuvo kaip reikiant remiamasi.
6. 1982 m. FRS atsisakė monetarizmo.

PAGRINDINIAI TERMINAI

karo metų finansai	war finance
realiųjų vekselių doktrina	real–bills doctrine
dirbtinai nustatomos palūkanų normos	interest–rate pegging
monetaristinis eksperimentas	monetarist experiment
„Bendrosios nuomonės“ politika	the Accord

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Remdamiesi pinigų politikos apibūdinimais naujausiame „Prezidento ekonominiame pranešime“ ir Federalinių rezervų „Metinėje ataskaitoje“, panaujinkite šiame skyriuje išdėstytą diskusinę medžiagą.
2. Padiskutuokite dėl teiginio: „Didžiosios depresijos metais FRS padarė viską, ko iš jos buvo tikimasi“.
3. Padiskutuokite dėl teiginio: „Pinigų politika beveik nepagerėjo. Pagerėjimu galima laikyti tik tai, kad FRS, anksčiau mažiau dėmesio kreipusi į infliaciją, dabar mažiau rūpinasi nedarbu“.
4. Kokią, jūsų nuomone, FRS padarė didžiausią klaidą pokario laikotarpiu?
5. Už kokią veiklą pokario laikotarpiu FRS nusipelno daugiausia pagyrimų?
6. Pasirinkite vieną klausimą iš Frydmeno ir Švarc ginčų su Teminu Didžiosios depresijos klausimu ir parašykite darbą šia tema.
7. Kokius, jūsų nuomone, įtikinamiausius argumentus kėlė Frydmenas ir Švarc ir kokius Teminas, nagrinėdami Didžiąją depresiją?

LITERATŪRA

Ben Bernanke. Nonmonetary Effects of Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. — American Economic Review, 73 (1983, birželis), p. 257–276. Įdomi hipotezė, teigianti, kad bankų žlugimo svarbiausia pasekmė buvo finansinių kanalų suardymas.

Karl Brunner (ed.). Contemporary Views of the Great Depression. Amsterdam, Martinus Nejhoff, 1981. Daug svarbių straipsnių apie Didžiąją depresiją.

Executive Office of the President. Economic Report of the President. Washington, D. C. Kiekviename paragrafe pateikta ankstesnių metų pinigų politikos istorija.

Milton Friedman, Anna Schwartz. A Monetary History of the United States. Princeton, Princeton University Press, 1963. Klasika. Skyrius apie Didžiąją depresiją yra išleistas ir atskirai, pavadinimu „The Great Contraction“.

William Greider. Secrets of the Temple. New York, Simon and Schuster, 1987. Aiškinama, kad FRS per daug rūpinosi infliacija ir palaikė per daug aukštas palūkanų normas.

Donald Kettle. Leadership at the Fed. New Haven, Yale University Press, 1986. Mokslininkas įdomiai apibūdina FRS pirmininkus.

Sherman Maisel. Managing the Dollar. New York, W. W. Norton, 1973. Svarbus 7 dešimtmečio FRS istorijos šaltinis.

Thomas Mayer. U. S. Monetary Policy. — Hang–Sheng Cheng. Monetary Policy in Pacific Basin Countries. Boston, Kluwer Academic Publishers, 1988, p. 201–226. 8 ir 9 dešimtmečių pinigų politikos apibūdinimas.

William Melton. Inside the Fed. Homewood, Ill., Dow Jones–Irwin, 1985, skyriai 4 ir 10. Puikus FRS politikos nuo 1979 m. apibūdinimas.

James Pierce. The Political Economy of Arthur Burns. — Journal of Finance, 24 (1979, gegužė), p. 485–496. Labai gera 8 dešimtmečio pinigų politikos apžvalga.

William Poole. Burnsian Monetary Policy: Eight Years of Progress? — Journal of Finance, 24 (1979, gegužė), p. 473–484. Dar viena labai gera 8 dešimtmečio pinigų politikos apžvalga.

Peter Temin. Did Monetary Forces Cause the Great Depression? New York, W. W. Norton, 1976. Žymaus ekonomikos istoriko kritinis požiūris į Frydmeną ir Švarc.

James Tobin. The Monetary Interpretation of History. — American Economic Review, 55 (1965, birželis), p. 464–485. Žymaus monetaristo teoretiko atsakymas Frydmenui ir Švarc.

Henry Wallich, Peter Kier. The Role of Operating Guidelines in U. S. Monetary Policy. — Federal Reserve Bulletin, 65 (1979, rugsėjis), p. 679–691. Labai gera FRS užduočių ir svertų apžvalga.

Elmus Wicker. Federal Reserve Monetary Policy 1917–1933. New York, Random House, 1966. Labai išsami istorinė analizė.

26
SKYRIUS

Kiti pinigų standartai

Šių laikų supratimu sąvoka *standartas* yra taisyklių, tradicijų ir pažiūrų sistema, kuri lemia pinigų pasiūlą. Pinigų standartai dažnai galioja ilgą laiką ir įsitvirtina žmonių sąmonėje. 1924 m. Didžiajai Britanijai grįžus prie aukso standarto (per I pasaulinį karą jis nebuvo naudojamas), buvo laikomasi prieškarinės svaro sterlingų aukso vertės, kurią dar XVII a. buvo nustatęs Izaokas Niutonas (Isaac Newton).

Iki šiol kalbėjome beveik tik apie dabartinį mūsų pinigų standartą — prisitaikymo ir anticiklinės politikos mišinį. Šiame skyriuje aptarsime kai kuriuos kitus standartus. Daugiausia dėmesio kreipsime į monetaristų pasiūlytą pinigų kiekio stabilaus didėjimo taisyklę, nes ji sudaro gerą galimybę įvertinti dabartinį pinigų standartą. Be to, aptarsime aukso standartą, pasiūlymą, kad privatusis sektorius kurtų savo pinigus, ir populistinį standartą.

PINIGŲ KIEKIO STABILAUS DIDĖJIMO TAISYKLĖ IR KITOS MONETARISTŲ REKOMENDACIJOS

Nemaža ekonomistų, tarp kurių paminėtinas Miltonas Frydmenas, teigė, kad FRS turėtų rūpintis nuolatiniu pinigų kiekio didėjimu, o ne mėginti neutralizuoti verslo ciklus. Šios taisyklės šalininkams svarbiau yra, kad pinigų kiekio didėjimas būtų stabilus, negu tai, koks didėjimo procentas pasirenkamas. Jie teigia, kad tolygus didėjimas sukelia palyginti tolygų kainų kitimą, ir ne taip svarbu, ar šis rodiklis teigiamas, nulinis ar neigiamas — svarbu jo pastovumas, sudarantis galimybę prognozuoti. Infliacija sukelia nepageidaujamas pasekmes daugiausia dėl to, kad negalima iš anksto numatyti jos dydžio.

Prieš aptariant visus pinigų kiekio didėjimo taisyklės privalumus ir trūkumus, reikia atkreipti dėmesį į keletą šios taisyklės ypatybių. Pirmiausia, tai antroji pagal tinkamumą politika. Jos šalininkai pripažįsta, kad ir veikiant šiai taisyklei gamybos apimtis ir kainos svyruoja. Bet jie teigia, kad ekonomikai būdingas svyravimas būtų daug mažesnis, jei nebūtų prisidėję kai kurie destabilizuojantys pinigų politikos veiksniai. Todėl, jų manymu, dabartinėmis sąlygomis pinigų kiekio didėjimo taisyklė yra geriausia.

Antra, kadangi pagrindinis stabilios pinigų daugėjimo normos argumentas yra tas, kad, remdamiesi dabartinėmis savo žiniomis apie pinigų politiką, nieko geresnio negalime padaryti, tai šią taisyklę galima laikyti laikina priemone. Frydmeno nuomone, mes galiausiai grįžtume prie labai savarankiškos pinigų politikos. Trečia, ši taisyklė nėra tokia priemonė, kurią reikėtų vartoti ištisai arba visai jos nevartoti. Galima taisyklę taikyti tik iš dalies, pavyzdžiui, FRS gali palaikyti tokią pinigų kiekio didėjimo normą, kuri neprašoktų tam tikrų ribų.

Pinigų taisyklę remiantys argumentai

Šie argumentai yra dvejopi. Pirma, mums trūksta specialių žinių, kad galėtume stabilizuoti ekonomiką. Prognozuodama nominalųjį BNP ir savo politikos poveikio dydį bei laiką, FRS daro esminių klaidų. Dėl to koreliacijos koeficientas tarp pradinio ir politikos sukelto pajamų svyravimo gali būti teigiamas, ir tada politika yra destabilizuojamoji. Net jeigu šis koeficientas neigiamas, pinigų politika, jei bus pernelyg griežta (o tai visai tikėtina), gali būti destabilizuojamoji.

Antra, nors FRS teigia, kad jos tikslas yra stabilizuoti pajamas, faktiškai teikia pirmenybę kitiems, konfliktuojantiems su BNP stabilizavimu, tikslams: stabilizuoti palūkanų normas ir palaikyti jas žemas, stabilizuoti valiutos kursą ir t. t. Dėl politinio spaudimo ir administracinių sunkumų (minėtų 24 skyriuje) FRS veikla būtų destabilizuojamoji ir infliacinė, net jeigu FRS turėtų pakankamai specialių žinių, kaip stabilizuoti BNP. Miltonas Frydmenas, kalbėdamas apie tai su Franku Modiljaniu (Franco Modigliani), svarbiausiu labai savarankiškos politikos šalininku, sakė:

> Mano ir Franko nuomonės skiriasi dviem klausimais. Pirma, aš nesutinku su jo prielaida, kad jis žino, kaip prisitaikyti prie pinigų paklausos pokyčių, arba kad aš ar kas nors kitas tai žino; antra, nesutinku su jo prielaida, kad vykdydamas prisitaikymo politiką Frankas Modiljanis iš tiesų galės tvarkytis, kaip nori. Įsigaliojus prisitaikymo prie pokyčių politikai, atsiras įvairių pokyčių, prie kurių nereikėtų (aš ir jis tai žinome) taikytis, bet prie kurių bus ypač reikalaujama prisitaikyti. O jis ir aš to negalėsime kontroliuoti... Argumentai, remiantys pinigų kiekio stabilaus didėjimo politiką, yra ne tik ekonominiai, bet ir politiniai; taigi konstituciniu nutarimu gali būti įtvirtinta tokia pinigų politika, kuri nekels politinio pobūdžio prieštaravimų[1].

Taigi monetaristai prieštarauja anticiklinci politikai, argumentuodami, kad FRS trūksta ir žinių, ir gerų norų, kurių reikia tokiai politikai realizuoti, o naujosios klasikinės teorijos ekonomistai teigia, kad stabilizuojamoji politika nereikalinga.

---

[1] *Milton Friedman, Franco Modigliani.* The Monetarist Controversy: A Seminar Discussion. — Federal Reserve Bank of San Francisco. Economic Review, Supplement (1977, pavasaris), p. 17–18.

Argumentai prieš pinigų taisyklę

Daugelis ekonomistų nepritaria tiems argumentams. Pirma, daugelis abejoja, ar pinigų politikos poveikio vėlavimas iš tiesų trunka taip ilgai ir taip svyruoja, kad anticiklinė politika pasidaro destabilizuojamoji. Visi sutinka, kad dėl poveikio vėlavimo anticiklinė politika yra ne tokia efektyvi, bet ar jos efektyvumas sumažėja iki nulio? Tai nelengvas, specialus klausimas. Antra, nors daugelis ekonomistų yra nusivylę ankstesne FRS politika, bet dar tiki, kad ateityje ji gali imtis sėkmingesnės stabilizuojamosios politikos. Trečia, naujosios klasikinės teorijos argumentams prieš anticiklinę politiką pritaria tik nedidelė ekonomistų dalis, nes teorija teigia, kad darbo užmokestis ir kainos yra labai lankstūs.

Galima nesutikti su pinigų kiekio stabilios didėjimo normos taisykle ir dėl to, kad ji ignoruoja pasiūlos šokus. Pavyzdžiui, 1973 m. dėl OPEC sprendimo ir prasto derliaus pakilo naftos ir maisto produktų kainos; FRS galėjo spręsti, ar taikantis prie šio kainų padidėjimo, didinti pinigų kiekį ar ne. Vadovaudamasi pinigų kiekio didėjimo normos taisykle, FRS nebūtų turėjusi pasirinkimo galimybės ir būtų turėjusi leisti, kad kylančios naftos ir maisto produktų kainos veiktų gamybos apimtį ir kainas kitose šakose[2].

Manoma, kad rimčiausia pinigų kiekio didėjimo taisyklės problema buvo prielaida, kad pinigų apyvartos greitis yra stabilus, tiksliau sakant, apyvarta greitėja vienodu tempu. Tokia prielaida vyravo 7 ir 8 dešimtmetyje, kai pinigų apyvarta iš tikrųjų greitėjo vienodu tempu. Tačiau 9 dešimtmečio pradžioje pinigų apyvartos greičiui gerokai sumažėjus, pasitikėjimas pinigų kiekio stabilaus didėjimo taisykle sumažėjo. Jeigu ateityje pinigų apyvartos greitis vėl pradėtų didėti (ar mažėti) tolygiai, labiau būtų pasitikima pinigų kiekio didėjimo normos taisykle. Tačiau net ir tuo atveju 9 dešimtmečio pradžios patirtis paliktų tam tikrų abejonių, ar išliks ta pati pinigų apyvartos greičio tendencija. Ypač pavojingas yra ne pinigų apyvartos greičio padidėjimas, o sumažėjimas daugiau negu buvo nustatyta, renkantis pinigų kiekio didėjimo procentą. Jeigu pinigų apyvartos greitis, užuot padidėjęs 3 procentais, sumažėja, sakykim, 2 procentais, taisyklė, prieš tai atitikusi tvirtas kainas, reikalaus, kad kainos kasmet mažėtų 5 procentais, jeigu išlaikomas toks pat užimtumas. Bet gali praeiti nemaža laiko, kol ekonomika ir darbo rinka galės kasmet mažinti darbo užmokestį ir kainas. Šiuo atveju daugelį metų išliktų didelis nedarbas.

---

[2] Pinigų kiekio didėjimo taisyklės šalininkai galėtų prieštarauti ir sakyti, kad FRS reagavo į maisto produktų ir naftos kainų kilimą — 1974 m. antrojoje pusėje ėmėsi ribojamosios politikos. Tai rodo, kad ji neišnaudojo galimybės nepaisyti pinigų kiekio didėjimo taisyklės nurodytų ribojimų. Tačiau išnagrinėjus paaiškėjo, kad šios politikos rezultatai buvo geresni už tuos, kurie būtų gauti laikantis pinigų kiekio didėjimo taisyklės. Bet ji galėjo neatsižvelgti į tai, kad rėmimasis taisykle pakeistų visuomenės numatymą ir elgesį. Žr. *Roger Crane, Arthur Havenner, James Barry.* Fixed Rules vs. Activism in the Conduct of Monetary Policy. — American Economic Review, 68 (1978, gruodis), p. 769–783.

Dar viena su taisykle susijusi problema — vengimo pavojus. Po Pilietinio karo, kai valstijų leidžiami banknotai buvo apmokestinti, bankai perėjo prie čekių sistemos. Jei pinigų daugėjimas bus ribojamas, pinigų pakaitalai gali perimti vis daugiau pinigų funkcijų, ir tada pinigų kiekio didėjimo taisyklė nebegaliotų. Bet pinigų visumos indėlių daliai tai nesudarytų problemos, jeigu bankai galėtų mokėti palūkanas už visus indėlius iki pareikalavimo ir jeigu FRS mokėtų rinkos palūkanas už privalomuosius rezervus. Indėliai duotų rinkos nustatytas palūkanas, ir nebūtų pagundos kurti jų pakaitalų. Tačiau dar liktų noras rasti grynųjų pinigų pakaitalus, nes jie neduoda palūkanų; bet jei infliacija ir tuo pačiu nominalioji palūkanų norma yra žema, tai nesudaro didelių sunkumų.

Daug rimtesnė problema yra tai, kad FRS panorėjusi galėtų išvengti pinigų kiekio didėjimo taisyklės. Koks bebūtų taisyklėje pinigų kiekio apskaičiavimo būdas, kai kurie pinigų pakaitalai į ją nėra įtraukti, nors jie ne ką mažiau likvidūs už kai kuriuos įtrauktuosius. Įvedusi taisykles, didinančias neįtrauktųjų pakaitalų likvidumą, FRS galėtų faktiškai paversti juos tikraisiais pinigais. Parengusi panašias taisykles, FRS galėtų padidinti visų kvazipinigų kiekį.

Kai finansai sparčiai atsinaujina, apskritai abejotina, ar galima pasirinkti konkretų pinigų rodiklį ir nustatyti tinkamą pinigų politiką, kad šis rodiklis didėtų reikiamu dydžiu, sakykim, per ateinančius trisdešimt metų. Gali tekti kartkarčiais iš naujo apibrėžti pinigus, o tai sudarytų pagrindą veikti savavališkai. Pavyzdžiui, jei pinigų daugėja greičiau nei nustato taisyklė, FRS galėtų iš naujo apibrėžti pinigus ir nebeįtraukti to pinigų komponento, kuris didėja ypač greitai.

Ir dar vienas su taisykle susijęs dalykas. Kai kurių ekonomistų nuomone, nustatytu dydžiu turi daugėti ne kurios nors vienos šalies pinigų. Kadangi prekiauti užsienio valiuta nesudėtinga, tai jei Didžiosios Britanijos palūkanų normos yra didesnės, Amerikos firmos dalį savo pinigų laiko Britanijos svarais, o ne doleriais, o jeigu JAV palūkanų normos aukštesnės, britai laikys daugiau dolerių. Taigi, kad pinigų kiekio didėjimo taisyklė būtų efektyvi, ji turėtų būti taikoma ne kurioje nors vienoje šalyje, o, sakykim, iš karto keturioms pagrindinėms valiutoms. Tačiau būtų nelengva pasiekti, kad tos šalys bendradarbiautų, t. y. vadovautųsi ta pačia taisykle. Jei tai nebūtų pasiekta, FRS būtų priversta, pavyzdžiui, sumažinti Amerikos pinigų kiekio daugėjimą, nes Vokietijos centrinis bankas per daug sparčiai didina savo pinigų kiekį. Amerikos visuomenei tai gali kelti nerimą. Tačiau kiti ekonomistai mano, kad tarptautinė pinigų rinka nėra tokia integruota, kad žmonės nenorėtų turėti užsienio valiutų, todėl vis dar galima kontroliuoti kainas šalies viduje reguliuojant vidaus pinigus.

Be to, pinigų taisyklė reikalauja, kad FRS vadovautųsi tik pinigų kiekio tikslu ir ignoruotų visus kitus tikslus. Pavyzdžiui, ji negalėtų sušvelninti valiutos kurso ir palūkanų normų svyravimų. Nors daugelis ekonomistų į tai žiūrėtų teigiamai, bet yra manančių, kad tikslai, kurių FRS turėtų atsisakyti, yra reikalingi.

Dar yra politinė problema, ar visada būtų galima taisyklės laikytis. Ar, priėmus taisyklę, nebūtų jos atsisakyta, kai tik palūkanų normos imtų smarkiai svyruoti ar labai padidėtų nedarbas? Džeikobas Vaineris (Jacob Viner) aiškino taip:

> Ekonomikoje labai retai pasitaiko taisyklių, kurios daro poveikį svarbioms socialinėms sritims, o jei pasitaiko, tai paaiškintina arba tuo, kad jos yra evoliucionavusios į tabu arba yra pasidariusios uždaro pobūdžio, t. y. nebeįeinančios į atvirų diskusijų ir racionalių vertinimų sritį, arba paprasčiausiai vengiama jomis remtis. Ryškiausias tik tam tikrą laiką galiojusių ekonomikos taisyklių pavyzdys yra skolinimo už palūkanas ir stabilių piniginių standartų taikymo tauriesiems metalams uždraudimas. Dėl tokių istorinių precedentų net ir entuziastingiausias taisyklių gynimas gali kelti abejonių[3].

Galimi kompromisai

Kadangi pinigų kiekio didėjimo taisyklė yra ir ginama, ir kritikuojama, nenuostabu, kad kai kurie ekonomistai mėgino surasti kompromisinį variantą. Vienas iš jau minėtų kompromisų — leidimas FRS nusistatyti ne griežtai apibrėžtą užduotį, o, sakykim, 5–9 procentų P2 kitimo ribas, kurios tam tikromis aplinkybėmis gal galėtų ir labiau kisti.

Kitas kompromisas yra žinomas ne visai dailiu *pusinių taisyklių* pavadinimu. Pagal šias taisykles turėtų būti nuolat reaguojama į pajamų pokyčius, o ne laikomasi pastovios pinigų kiekio didėjimo normos. Pavyzdžiui, FRS politikos išraiška galėtų būti lygtis, siejanti paskutinio laikotarpio pinigų kiekio didėjimo ir pajamų kitimo procentus. Kai kurie tyrimai, atlikti remiantis ankstesne ribinio polinkio taupyti modelio (MPS modelio) versija ir Sent Luiso modeliu, parodė, kad jeigu kuris nors iš šių modelių tiksliai apibūdina ekonomiką, egzistuoja tokia pusinė taisyklė, kuri duotų geresnius rezultatus nei pastovus pinigų daugėjimo procentas. Bet šie tyrimai turi du trūkumus. Pirma, darydami prielaidą, kad pinigų politikos poveikio vėlavimas kiekvienu konkrečiu atveju yra lygus vidutiniam poveikio vėlavimui, pinigų taisyklę taikome tik daliai kiekvieno atvejo. Antra, kaip esame minėję 24 skyriuje, taisyklės įvedimas pakeistų visuomenės ekspektacijas (numatymą) ir veiksmus. Taigi, net jeigu ribinio polinkio taupyti MPS modelis ir Sent Luiso modelis visiškai tiksliai nustatytų, kaip ekonomika funkcionavo prieš įvedant taisyklę, tokio poreikio nebebūtų, įvedus pusinę taisyklę.

Jau esame minėję vieną pusinės taisyklės rūšį, pagrįstą kiekybine teorija. Ji kiekvieno laikotarpio pinigų kiekio didėjimo normą reguliuoja taip:

---

[3] *Jacob Viner.* The Necessity and Desirable Range of Discretion to be Allowed to a Monetary Authority. — Leland Yeager (ed.). In Search of a Monetary Constitution. Cambridge, Harvard University Press, 1962, p. 248.

jos dydis turi būti lygus ankstesnio laikotarpio pinigų apyvartos greičio pokyčiui (tik su priešingu ženklu). Tai apsaugo nuo visuminės paklausos pasyvumo — PA, — susidarančio dėl standartinės pinigų taisyklės veikimo, kai pasikeičia pinigų apyvartos greičio ilgalaikė tendencija.

Tokie kompromisai nėra nesuderinami su nuosaikiuoju monetarizmu. Miltonas Frydmenas teigė, kad monetaristai mano, kad pinigų kiekio didėjimas turėtų būti stabilus ir prognozuojamas, bet ne visi monetaristai mano, kad didėjimo procentas turėtų būti nekintamas. Visi monetaristai nori išvengti padriko ir nenuspėjamo pinigų daugėjimo, bet kai kurie iš jų palankiai žiūri į tai, kad pinigų kiekio didėjimas gali kisti pagal tam tikrą taisyklę[4].

KITI MONETARISTINĖS POLITIKOS BRUOŽAI

18 skyriuje trumpai esame aptarę šešis monetarizmo teorijos bruožus: pinigų kiekis traktuojamas kaip pagrindinis veiksnys, veikiantis pajamas; savitai žiūrima į perdavimo procesą; privatusis sektorius laikomas iš prigimties stabiliu; kalbant apie nominaliąsias pajamas, remiamasi visumine paklausa, o ne paklausa vienoje ar kitoje ūkio šakoje; pagrindinis dėmesys kreipiamas į kainų lygį apskritai, o ne į kurias nors kainas; remiamasi daugiausia mažais modeliais.

Aptardami pinigų politiką, mes nagrinėjome tris monetaristų pasiūlymus: remtis pinigų kiekiu, o ne palūkanų norma arba BNP (kartu daryti prielaidą, kad FRS gali kontroliuoti pinigų kiekį); kaip svertą vartoti visus rezervus, arba bazę; remtis pinigų kiekio didėjimo taisykle.

Dar trys teiginiai tarsi susumuoja visus dvylika teiginių, sudarančių monetarizo esmę. Pirma, nėra naudingo kompromiso tarp nedarbo ir infliacijos, nes Filipso kreivė atspindi realius rodiklius. Daugelis Keinso teorijos šalininkų sutinka, kad, viską susumavus, tegalimas menkas kompromisas tarp nedarbo ir infliacijos (arba ir visai joks negalimas), bet kai kurie mano, kad per ilgesnį laiką atsiranda toks kompromisas, kurį galima būtų pritaikyti stabilizuojamajai politikai. Keinsistai tvirtai įsitikinę, kad Filipso kreivės nuokrypis yra toks, jog didelio nedarbo laikotarpiu galima nedarbą sumažinti be išlaidų arba nedidelėmis išlaidomis, turint omenyje būsimąją infliaciją. Antra, monetaristai labiau nei keinsistai yra nusistatę prieš nenumatytą infliaciją ir palyginti mažiau rūpinasi nedarbu. Ir dar vienas dalykas — monetaristai palankiau žiūri į laisvosios rinkos procesus ir priešinasi vyriausybės kišimuisi.

Šie monetarizmo bruožai yra vienas su kitu susiję ir rodo monetarizmo tendenciją viską vertinti ilgo laikotarpio aspektu. Jeigu daugelis stebėtų nominaliųjų pajamų svyravimų labiau priklauso nuo pinigų kiekio didėjimo

[4] Žr. *Milton Friedman*. Monetarism in Rhetoric and Practice. — Bank of Japan. Monetary and Economic Studies, 1 (1983, spalis), p. 3–4.

pokyčių, o ne nuo pinigų apyvartos greičio pokyčių, tai pinigų kiekio didėjimas turėtų būti stabilus. Be to, jeigu, pinigų kiekiui tolygiai didėjant, privatusis sektorius lieka stabilus, tai anticiklinės pinigų politikos nereikia. Tie, kuriems reikia stabilaus pinigų kiekio didėjimo, žinoma, irgi norės, kad FRS pasirinktų pinigų kiekio, o ne palūkanų normų užduotį. Be to, jei į kainų lygį žiūrėsime kaip į visumą, tai kainas didinanti infliacija neatrodo tokia pavojinga, ir todėl nelabai reikia, kad FRS imtųsi pinigų kiekio didinimo politikos, kad, nepaisant didėjančių kainų, būtų išlaikytas didelis užimtumas. Be to, jeigu tarp nedarbo ir infliacijos nėra reikiamo kompromiso, tai stabilizuojamoji politika dar mažiau naudinga. Pinigų kiekio didėjimo taisyklė irgi mažina pavojų, kad FRS pereis prie infliacinės politikos, be to, tai apsaugo nuo vyriausybės savavališkų veiksmų, kurie kai kurių žmonių atžvilgiu būtų despotiški.

Tačiau tai nereiškia, kad pinigų kiekio didėjimo taisyklė gali būti priimtina tik tuo atveju, jei kiti monetaristų pasiūlymai irgi priimtini. Tarkime, kad pinigų politikos poveikio vėlavimo trukmė yra ilga ir sunkiai prognozuojama arba kad FRS negali atsispirti politiniam spaudimui, arba kad naujoji klasikinė teorija pagrįstai kritikuoja pernelyg savarankišką politiką. Jei egzistuoja kokia nors viena iš šių sąlygų, tai pinigų kiekio didėjimo taisyklė daugeliu atvejų atrodys vertingesnė nei pernelyg savarankiška (diskreti) politika*.

Aukso standartas

Stabilaus pinigų kiekio didėjimo taisyklė — tai vienas iš būdų (bet ne vienintelis), neleidžiantis vyriausybei vien savo nuožiūra reguliuoti pinigų kiekio. Kitas būdas — grįžti prie aukso standarto. Aukso standartą detaliau aptarsime kitame skyriuje. Čia tik parodysime, kaip jis ribotų vyriausybės vykdomą pinigų kiekio kontrolę. Šiam tikslui nebūtina, kad pinigus sudarytų auksinės monetos. Reikia tik: 1) kad įvairias pinigų rūšis galima būtų konvertuoti į auksą; 2) kad vyriausybė pirktų ir parduotų auksą nustatyta kaina; 3) kad vyriausybė netrukdytų laisvo aukso importo ir eksporto; 4) kad vyriausybė nekompensuotų aukso įplaukų ar nutekėjimų tiesioginio poveikio pinigų kiekiui, t. y., kad nevykdytų, pavyzdžiui, atvirosios rinkos operacijų.

Tarkime, kad tokios sąlygos yra ir kad FRS padidina bazę. Pinigų kiekis padidėja ir, kaip buvo kalbėta 23 skyriuje, dolerio vertė užsienio valiutų rinkoje sumažėja. Kai doleris kainuos mažiau Britanijos svarų, Prancūzijos frankų ir t. t., rasis kas perka iš JAV iždo auksą pagal nustatytą jo kainą doleriais ir parduoda jį užsienyje už kitą valiutą. Tai bus pelninga, nes tuo

* Pernelyg savarankiška (diskreti) politika — savo nuožiūra vykdoma lanksti politika, kurią labiau lemia kintančios ekonominės aplinkybės, o ne griežtas įstatymų laikymasis. — Red. past.

metu užsienio valiuta kainuos daugiau dolerių. Kai JAV iždas gaus dolerius už parduotą auksą, visuomenės pinigų kiekis sumažės. Be to, sumažėjus JAV aukso atsargoms, FRS gali būti priversta įvesti ribojamąją politiką. Taigi, bet kokie FRS mėginimai neteisėtai padidinti pinigų kiekį bus nesėkmingi.

Ir atvirkščiai, tarkim, kad FRS laikosi ribojamosios politikos. Kai palūkanų normos padidėja, o gamyba ir kainos sumažėja, užsienio valiutų rinkoje doleris pabrangsta. Tai skatina pirkti užsienyje auksą už nustatytą kainą užsienio valiuta (t. y., už mažesnę dolerinę kainą) ir parduoti jį JAV iždui. Iždui sumokėjus už auksą doleriais, JAV pinigų kiekis vėl padidėja ir neutralizuoja FRS ribojamąją politiką.

Ar tai reiškia, kad aukso standartas yra pageidautinas, nes riboja FRS galią? Daugelis ekonomistų taip nemano. Aišku, tie, kurie mano, kad FRS veiksmai paprastai daro teigiamą poveikį ekonomikai, nepritaria aukso standartui. O tie, kurie nori, kad FRS pernelyg savarankiškai nekontroliuotų pinigų masės, dažnai kritikuoja aukso standartą dėl to, kad teikia pirmenybę pinigų kiekio stabilaus didėjimo taisyklei.

Aukso standartas neapsaugo FRS nuo pinigų kiekio didinimo infliacijos procentu, *jei kitos šalys irgi didina.* Šiuo atveju dolerio kaina užsienio rinkose nesumažėja, ir eksportuojant auksą JAV pinigų kiekis nesumažinamas.

Su aukso standartu yra susijusi ir kita problema — dolerio vertė nustatoma pagal auksą, bet nebūtinai pagal kitas prekes. Tarkime, kad buvo atrastas didelis aukso telkinys. Padidėjus aukso pasiūlai, aukso kaina palyginti su prekių ir paslaugų kainomis turi sumažėti. Jei auksu išreikšta pinigų vertė yra nekintama, prekėmis ir paslaugomis išreikšta pinigų vertė turi sumažėti, t. y. vyksta infliacija.

Be to, galima paklausti, ar tie, kurie iš principo remia aukso standartą, leistų jam veikti praktiškai. Tarkime, aukso nutekėjimai reikalauja, kad JAV būtų didelė defliacija, arba aukso įplaukos reikalauja didelės infliacijos. Ar aukso standarto šalininkai ir tai remtų? Kadangi pastaruoju metu valiutų kursai ir aukso kainos labai kaitaliojasi, o taikant aukso standartą tai sukeltų didelius JAV kainų svyravimus, reikėtų paabejoti dėl atsakymo. Be to, aukso standartas reikalauja, kad šalis turėtų tokio turto, kaip auksas, kuris neduoda palūkanų. Ir dar vienas dalykas — aukso standarto įvedimas būtų pelningas aukso tiekėjams. Du didžiausi aukso tiekėjai yra Pietų Afrika ir Rusija, o šios šalys nėra labai populiarios Jungtinėse Amerikos Valstijose.

Privatieji pinigai

Kai kurie ekonomistai, vadovaujami Frydricho fon Hajeko (Friederich von Hayek) iš Freiburgo universiteto (Vakarų Vokietija), nori, kad pinigų sistemoje būtų konkurencija; tai būtų bausmė centriniam bankui. Tada kiekvienas bankas galėtų įsivesti savo pinigus. Žmonės sudarinėtų sutartis, kuriose būtų įrašomi arba vyriausybės pinigai (pavyzdžiui, doleriai, svarai), arba

privačiai išleisti pinigai. Cirkuliuotų abi pinigų rūšys. Visuomenė norėtų turėti tų pinigų, kurių vertė mažiau nukentėjo nuo infliacijos. Tai skatintų kiekvieną banką ir vyriausybę saugoti savų pinigų vertę, riboti jų kiekį.

Tai protinga schema, bet ji irgi turi trūkumų. Pirma, kadangi visuomenė yra konservatyvi pinigų klausimu, privatiems pinigų leidėjams būtų labai sunku konkuruoti su gerai įsitvirtinusiais vyriausybės pinigais. Antra, būtų pavojus, kad pinigų leidėjas pradžioje laikysis konservatyvios politikos, susikurs gerą reputaciją ir žmonės norės įsigyti tų pinigų, o paskui užtvindęs rinką tais pinigais pasitrauks iš biznio ir laimingai sau gyvens.

Daug radikalesnis dalykas būtų pasiūlymas panaikinti ir vyriausybės pinigus. Tada nebebūtų ryšio tarp mainų tarpininko ir vertės mato. Vertės matą sudarytų prekių krepšelis, į kurį įeitų nustatyta įvairių prekių suma. Kadangi tokio krepšelio kaina kistų maždaug vienodai su pagrindiniu kainų lygiu, visi, kurie būtų sudarę sutartį išmokėti tam tikrą kiekį tokių piniginių vienetų, daug nelaimėtų ir neprarastų dėl infliacijos. Vadinasi, tai būtų puikus vertės matas. Mainų tarpininku taptų čekis arba pinigų rinkos fondo vekselis, reiškiantis tam tikrą kiekį prekių krepšelių. Tokioje sistemoje infliacija nebūtų baisi, nes vertės matas — prekių krepšelis — turėtų stabilią vertę, išreikštą visomis prekėmis ir paslaugomis. Visuminės paklausos mažėjimas taip pat nesudarytų sunkumų. Jei žmonės nuspręstų pirkti mažiau prekių, o turėti daugiau pinigų, jie paprasčiausiai padidintų savo sąskaitas pinigų rinkos fonduose, kurie tada įgytų daugiau tokių prekių krepšelių. Tokioje ekonomikoje, kur nesusidaro rimtų makroekonomikos svyravimų, FRS nebereikalinga. Ar tokia sistema tikrai būtų veiksminga, reikėtų dar patyrinėti. Šiaip ar taip, per daug drąsu tikėtis, kad tokia sistema gali būti greitu laiku įvesta.

Populistinis standartas

Visi aptartieji standartai labai sumažintų FRS svarbą arba padarytų FRS visai nereikalingą. Yra vienas standartas, kuris leistų FRS labai aktyviai reikštis — tai visiškas užimtumas. FRS turėtų vieną pagrindinį tikslą — visišką užimtumą ir šalutinį tikslą — žemas ir tvirtas palūkanų normas. Taigi ji sureguliuotų beveik visus pinigų paklausos padidėjimus, atsiradusius dėl IS ar LP kreivių poslinkių.

O kaip ilgesnio laikotarpio vertikalioji Filipso kreivė ir pavojus, kad tokia plėtros politika paspartins infliaciją? Šio standarto šalininkai mano, kad Filipso kreivė negali būti politikos pagrindas. Jų nuomone, nedarbu mažinti infliaciją yra amoralu. Todėl jie daugiausia remtųsi pajamų politika. Be to, jie teigia, kad jeigu pajamos būtų skirstomos vienodžiau, profesinės sąjungos ne taip labai reikalautų didinti darbo užmokestį, o Filipso kreivė nebūtų tokia stati. Tinkamas infliacijos pažabojimo būdas — tai socialinis vientisumas, pagrįstas visiems priimtina pajamų politika, o ne nedarbu. Pi-

nigų ribojimai ir dėl to susidarančios aukštesnės palūkanų normos tik padidina, o ne sumažina infliaciją, nes didėjančios palūkanų normos skatina firmas kelti kainas. Toks variantas priimtinas tik kai kuriems ekonomistams. Daugelis amerikiečių ekonomistų skeptiškai žiūri į socialinių sutarčių ir pajamų politikų veiksmingumą.

SANTRAUKA

1. Nemaža ekonomistų remia taisyklę, kuri reikalauja, kad pinigų kiekis didėtų vienodai arba bent pagal tolygiai kintančią normą. Jie teigia, kad, neturint pakankamai žinių, tai yra geriausia, ką galima padaryti. Jie aiškina, kad politikos poveikio didelis vėlavimas ir nepastovi jo trukmė, be to, politinis spaudimas gali kirstis su pernelyg savarankiška pinigų politika.
2. Pernelyg savarankiškos (diskrečios) politikos šalininkai abejoja, ar poveikio vėlavimo trukmė taip labai kinta, ir teigia, kad pasiūlos šokai, pinigų apyvartos greičio svyravimas, kvazipinigų atsiradimas trukdo remtis pinigų kiekio stabilaus didėjimo taisykle.
3. Kai kurie ekonomistai siūlo kompromisus — pinigų kiekio didėjimo ribojimą, pusinių taisyklių taikymą.
4. Monetaristų politikos svarbiausi bruožai: pinigų kiekio, kaip užduoties, pasirinkimas, stabilios pinigų kiekio didėjimo normos taisyklė, rėmimasis bendraisiais rezervais, arba baze, kaip priemonėmis, Filipso kreivės alternatyvos atmetimas, palyginti didesnis rūpinimasis infliacija nei nedarbu, be to, rėmimasis laisvosios rinkos procesais.
5. Dar vienas pasiūlymas apriboti pernelyg didelį FRS savarankiškumą — tai pasiūlymas grįžti prie aukso standarto. Tačiau tai neapsaugotų nuo infliacijos, jei kitose šalyse irgi būtų infliacija arba padidėtų pasaulinė aukso pasiūla.
6. Kai kurie ekonomistai siūlo kurti privačiuosius pinigus, kurie funkcionuotų kartu su vyriausybės pinigais arba juos pakeistų.
7. Kai kurie kiti ekonomistai siūlo nuoseklią į plėtrą nukreiptą pinigų politiką, derinamą su pajamų politika.

PAGRINDINIAI TERMINAI

pinigų kiekio stabilaus didėjimo taisyklė	stable monetary growth rate rule
pusinės taisyklės	semi-rules
aukso standartas	gold standard
privatieji pinigai	private money

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Parašykite rašinį, remiantį arba kritikuojantį pinigų kiekio didėjimo taisyklę.
2. Parašykite rašinį, kuris oponuotų jūsų ankstesniam rašiniui.

3. Išdėstykite argumentus, remiančius ir kritikuojančius aukso standartą.
4. Pasiūlykite savo idėją, koks turėtų būti geras pinigų standartas.

LITERATŪRA

Martin Bronfenbrenner. Monetary Rules: A New Look. — Journal of Law and Economics, 8 (1965, spalis), p. 173–194. Puikiai aptartos taisyklės.

Karl Brunner. The Case Against Monetary Activism. — Lloyds Bank Review, 139 (1981, sausis), p. 20–30. Pernelyg savarankiškos politikos kritika.

Milton Friedman. A Program for Monetary Stability. New York, Fordham University Press, 1959. Klasikiniai argumentai, remiantys taisykles.

Robert Greenfield, Leland Yeager. A Laissez-Faire Approach to Monetary Stability. — Journal of Money, Credit and Banking, 15 (1983, rugpjūtis), p. 302–315. Nuostabi diskusija apie privačiuosius pinigus.

David Laidler. Monetarism: An Interpretation and an Assesment. — Economic Journal, 91 (1981, kovas), p. 1–28. Puiki apžvalga.

Abba Lerner. Review of Milton Friedman's „A Program for Monetary Stability". — Journal of the American Statistical Association, 57 (1962, kovas), p. 211–220. Rimta pinigų kiekio didėjimo taisyklės kritika.

Franco Modigliani. The Monetarist Controversy; or, Should We Forsake Stabilization Policy? — American Economic Review, 67 (1977, kovas), p. 1–19. Puiki monetaristinės politikos teiginių kritika.

Franco Modigliani, Milton Friedman. The Monetarist Controversy. — Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Review, Supplement (1977, pavasaris). Labai įdomi diskusija.

James Tobin. The Monetarist Counter-Revoliution Today — An Appraisal. — Economic Journal, 91 (1981, kovas), p. 29–42. Labai griežta monetarizmo kritika.

—"— Monetary Policy: Rules, Targets and Shocks. — Journal of Money, Credit and Banking, 15 (1983, lapkritis), p. 506–518. Ginama pernelyg savarankiška politika.

V
DALIS

TARPTAUTINĖ PINIGŲ SISTEMA

27 SKYRIUS

Tarptautinės pinigų sistemos raida

Tarptautinė pinigų sistema leidžia vienos šalies gyventojams atsiskaityti su kitos šalies gyventojais. Tokių atsiskaitymų būtinai reikia, nes vienos šalies importuotojai turi mokėti kitų šalių eksportuotojams; tam reikalui arba importuotojas turi įsigyti eksportuotojo šalies valiutos, arba eksportuotojas, kuriam sumokėta importuotojo šalies valiuta, turi ją išsikeisti į savo valiutą.

Tiek pramonei, tiek prekybai svarbu, kad būtų sudaromos sutartys, padedančios mažinti papildomas tarptautinių operacijų (palyginti su vidaus operacijomis) išlaidas, nepatogumus bei didesnę riziką. Tos išlaidos paprastai nedidelės, bet jos kinta, priklauso nuo to, kaip organizuojami tarptautiniai atsiskaitymai ir ypač valiutų rinka. Per pastarąjį šimtmetį tarptautinė pinigų sistema evoliucionavo ir mokėjimų pagrindas pasidarė nebe auksas, o nacionaliniai pinigai, ypač JAV doleriai. Tokie tarptautinių mokėjimų pokyčiai nėra atsitiktiniai — tai yra reakcija į piniginius ir struktūrinius ekonomikos nesklandumus, į kai kurių šalių santykinio ekonominio pajėgumo pokyčius ir didžiųjų valstybių sugebėjimą stabilizuoti kainas.

Trys pagrindiniai tarptautinės pinigų sistemos bruožai yra šie: valiutų rinkos organizavimo būdas; aktyvų rūšys, kuriomis finansuojama arba reguliuojami nesubalansuoti mokėjimai tarp šalių; mokėjimų deficito ir perviršio reguliavimo mechanizmas. Kadangi yra pasikeitęs oficialus valiutų rinkos organizavimo ir tarptautinių rezervų aktyvų kūrimo pagrindas, pakito ir tarptautinės pinigų sistemos apibūdinimas. Prieš I pasaulinį karą tarptautinėje pinigų sistemoje buvo vartojamas **aukso standarto** terminas; po I pasaulinio karo šis mechanizmas vadinamas **aukso devizų standartu***. Kai kalbama apie aukso ar bimetalinį standartą, terminas **standartas** reiškia apskaitos matą arba vienetą (panašiai kaip jardas arba litras). Svarbiausia XIX a. pinigų sistemos ypatybė buvo nacionalinių pinigų vertės reiškimas auksu; pavyzdžiui, JAV doleris buvo lygus 1,672 gramo 0,900 prabos (ar-

*Aukso devizų standartas — tai santykis tarp aukso ir valiutos tarptautiniuose atsiskaitymuose. JAV iki 1971 m. 35 doleriai prilygo 1 aukso uncijai (28,35 gramo); šiuo metu aukso kaina laisvai nusistato rinkoje. — Red. past.

ba grynumo) aukso. II pasaulinio karo metu tarptautine sutartimi buvo sukurta **Bretono Vudso sistema**. Ši sistema egzistavo iki 8 dešimtmečio pradžios. Terminas **sistema** buvo vartojamas nuo II pasaulinio karo ir reiškė užsienio valiutų rinką ir tarptautinių rezervų aktyvus. Nuo 8 dešimtmečio pradžios sistema neturėjo savo tikslaus pavadinimo, todėl paprastai buvo vadinama **sistema po Bretono Vudso.** Šiame skyriuje apibūdinamos visos trys tarptautinės pinigų sistemos, gyvavusios beveik šimtą metų.

AUKSO STANDARTAS

XIX amžius dažnai vadinamas aukso standarto era, nors detalesnė analizė rodo, kad daugelyje šalių šis terminas labiau dera 1880–1913 m. laikotarpiui. Valstybės vartojo aukso standartą, kai šalies įstatymai reikalavo, kad pagrindiniai bankai ir finansų įstaigos apmokėtų ar išpirktų savo išleistus piniginius įsipareigojimus tvirta kaina, nustatytu pinigų vieneto paritetu — atitinkamu aukso kiekiu. 1879 m. sausio mėn. pradžioje Jungtinės Valstijos vėl grįžo prie aukso standarto, kurio 1863 m. buvo atsisakiusios. JAV komerciniai bankai vėl buvo įpareigoti konvertuoti savo piniginius įsipareigojimus į auksą. XIX a. antrosios pusės pagrindinių šalių piniginių vienetų ir aukso paritetai parodyti 27.1 lentelėje (kartu ,pateikiama pagrindinių valiutų kaina JAV doleriais).

1816 m. Parlamento nutarimu Anglijos bankui buvo pavesta pirkti auksą po 3 svarus, 17 šilingų ir 9 pensus už unciją ir parduoti po 3 svarus, 17 šilingų ir 10,5 penso už unciją; aukso praba, arba grynumas, buvo 0,91666. Kai kurios šalys savo valiutą susiedavo ne tik su auksu, bet ir su sidabru, vadinasi, jos rėmėsi bimetaliniu standartu: pinigų įstaigos privalėjo, esant

27.1 lentelė. Pagrindinių valiutų paritetai pagal aukso standartą

Valstybė	Vienetas	Svoris[a]	Praba[b]	Vienos aukso uncijos vertė	Paritetas JAV doleriais
JAV (1879)[c]	1 doleris	1,672	0,900	20,67 JAV dol.	—
Didžioji Britanija	1 svaras sterlingų	7,988	0,917	3,17, 10½	Br. sv. 4,865
Prancūzija (1878)	1 frankas	0,322	0,900	107,1	Pr. fr. 0,193
Vokietija (1871)	1 markė	0,398	0,900	86,8	Vok. m. 0,238
Italija (1878)	1 lira	0,322	0,900	107,1	It. l. 0,193
Nyderlandai (1875)	1 guldenas	0,672	0,900	51,4	Ol. g. 0,402

[a] Standartinės monetos svoris gramais
[b] Standartinės monetos praba = grynojo aukso dalis
[c] Datos skliausteliuose parodo, kada paskutinį kartą nacionalinė valiuta buvo susieta su auksu.

Šaltinis: *M. L. Muhleman.* Monetary Systems of the World. New York, Charles H. Nicoll, 1894.

paklausai, pirkti ir parduoti tiek auksą, tiek sidabrą pagal atitinkamą įvairių piniginių vienetų paritetą. Bimetalinę sistemą buvo sunku valdyti, nes reikėjo palaikyti tvirtos kainos santykį tarp aukso piniginio pariteto ir sidabro piniginio pariteto. Kartkarčiais, kai buvo atrandama naujų aukso arba sidabro telkinių, reikėdavo keisti kurį nors iš piniginių paritetų. XIX a., prieš visiškai atsisakant pinigų susiejimo su sidabru, santykis tarp aukso ir sidabro kainos JAV doleriais keletą kartų keitėsi.

Pagrindinis valstybių įsipareigojimų susieti savo valiutą su auksu rezultatas buvo **susieto pinigų kurso sistema**, kuri labai skyrėsi nuo svyruojančio kurso sistemos, vyravusios nuo 8 dešimtmečio pradžios. Kadangi Anglijos bankas turėjo auksą pirkti po 77 šilingus ir 9 pensus už unciją ir parduoti po 77 šilingus ir 10,5 penso už unciją, o JAV iždas privalėjo pirkti ir parduoti unciją aukso 20,67 JAV dolerio paritetu, tai 1 svaro sterlingų kaina buvo 4,865 JAV dolerio (pakoreguota dėl šiek tiek didesnės britų auksinės monetos prabos)[1].

Kai kurie centriniai bankai pirko ir pardavinėjo auksą pagal savo piniginius paritetus. Tačiau daugelis centrinių bankų auksą pirko šiek tiek mažesnėmis, o pardavinėjo šiek tiek didesnėmis už savo piniginius paritetus kainomis. Šie nedideli piniginių paritetų ir aukso pirkimo bei pardavimo kainų skirtumai buvo pavadinti **aptarnavimo mokesčiu**. Jis turėjo kompensuoti šalies centrinių bankų aukso pirkimo ir pardavimo išlaidas. Be to, kai kurie centriniai bankai šiek tiek keisdavo savo aukso pardavimo kainas — didino jas, kad sumažėtų padidėjusi aukso paklausa; sakoma, kad tokios šalys laikosi vadinamojo šlubuojančio aukso standarto.

Auksas ir tarptautiniai rezervai

Pagrindinis aukso standarto bruožas buvo tas, kad centriniai bankai didelę dalį savo tarptautinių rezervų laikė aukso pavidalu. Faktiškai visus Anglijos banko aktyvus sudarė auksas. Kiti centriniai bankai daugumą aktyvų laikė aukso pavidalu, o likusią aktyvų dalį sudarė vyriausybės vertybiniai popieriai, įvertinti D. Britanijos svarais, prancūzų frankais ar savo valiuta. Tai, kad centriniai bankai nevienodą savo tarptautinių rezervų dalį laikė aukso pavidalu, rodė skirtingus jų veiklos poreikius. Viena iš priežasčių, kodėl ne D. Britanijos centriniai bankai tokią didelę savo rezervų dalį laikė D. Britanijos svarų pavidalu, buvo ta, kad tų šalių gyventojai pardavinėjo arba leido obligacijas, įvertintas anglų svarais. Tuo metu Londonas buvo svarbiausias pasaulio finansinis centras. Panašiai buvo ir su prancūzų frankais: ne Prancūzijoje gyvenantys skolininkai, išleidus obligacijas Paryžiuje, gaudavo prancūzų frankus. Be to, šie skolininkai privalėjo įsigyti anglų svarų ir prancūzų frankų, kad atlygintų skolas, išreikštas šiomis valiutomis.

[1] Jeigu 0,917/0,900 grynumo (grynojo aukso dalis kai kuriose monetose skiriasi) aukso uncija lygi ir 77 šilingams 10,5 penso, ir 20,67 JAV dol., tai 20 šilingų arba 1 svaras lygus 4,865 JAV dol.

Auksas ir nesubalansuoti mokėjimai

Antrasis aukso standarto bruožas buvo tas, kad auksas būdavo eksportuojamas iš valstybių, turinčių mokėjimų deficitą (t. y., valstybių, kurių prekių, paslaugų ir vertybinių popierių importas prašoko eksportą), ir importuojamas į valstybes, kurios turėjo perteklinį mokėjimų balansą. Aukso srautai finansuodavo nesubalansuotus mokėjimus. Vienas iš aukso standarto laikotarpio paradoksų buvo tai, kad aukso sandėriai tarp valstybių, turinčių mokėjimų deficitą ir valstybių, turinčių perteklių, buvo nedideli. Pervežant auksą iš Niujorko į Londoną ir iš Londono į Niujorką, susidarydavo frachto (gabenimo) ir draudimo išlaidų, be to, buvo prarandamos palūkanos už investuotą į auksą turtą nuo tos dienos, kai mokėtojas vienoje šalyje įsigydavo auksą, iki tos dienos, kai adresatas gaudavo auksą kitoje šalyje. Dėl to prekybininkai ir investitoriai sugalvojo būdų, kaip atlikti tarptautinius atsiskaitymus nevežiojant aukso, kad sumažėtų išlaidos.

Kad sumažintų tarptautinių atsiskaitymų išlaidas, importuotojai ir eksportuotojai pradėjo prekiauti atsiskaitymo vekseliais (tratomis), kurie faktiškai buvo vėlesne data išrašyti čekiai. Tokius vekselius leido importuotojai, arba pirkėjai; skolos paliudijimo forma AJS (Aš jums skolingas; angl. IOU — I owe you) rodė, kad už pirkinius reikia sumokėti per 90 dienų. Taigi JAV kviečių eksportuotojas į Didžiąją Britaniją gaudavo vekselį anglų svarais, kuris turėjo būti apmokėtas per 90 dienų. Šių vekselių rinkos kaina dažniausiai būdavo žemesnė už nominaliąją vertę suėjus terminui, nes vekselis buvo parduodamas su diskontu, kad atitiktų vyraujančią palūkanų normą. JAV kviečių eksportuotojui reikėjo JAV dolerių, o ne anglų svarų; jis galėjo šį anglų svarų vekselį parduoti Londone, po to ten pat nusipirkti aukso ir parsisiųsdinti tą auksą į Jungtines Valstijas. Arba jis galėjo parduoti vekselį Niujorke JAV importuotojui, kad pastarasis persiųstų vekselį į Londoną, juo ten susimokėtų, ir taip būtų išvengta aukso pervežimo išlaidų bei nepatogumų. JAV importuotojas mokėdavo už anglų svarų vekselį JAV doleriais, taigi JAV kviečių eksportuotojas gaudavo JAV dolerius. Eksportuotojas uždirbdavo palūkanų už tą vekselį, kuris keliaudavo iš Londono į Niujorką, o JAV importuotojas gaudavo palūkanų, kai vekselis keliaudavo atgal į Londoną.

Kadangi nuvežti į Londoną vekselį buvo pigiau, negu nugabenti ten auksą, JAV importuotojas mokėdavo JAV doleriais didesnę kainą už vekselį, negu už tokį aukso kiekį, kurio vertė būtų tokia, kokios reikia mokant anglų svarais. Galimybė sumokėti Londone pervežus auksą, nustatė aukštesnę anglų svarų vekselio kainą JAV doleriais. Galimybė sumokėti pervežus auksą iš Londono į Niujorką atitinkamai sumažino kainą JAV doleriais, kurią JAV eksportuotojas galėjo gauti už savo anglų svarų vekselius; kai JAV eksportuotojas numatydavo, kad kaina JAV doleriais bus žemesnė, negu vežant auksą, jis veždavo auksą.

„Žaidimo taisyklės"

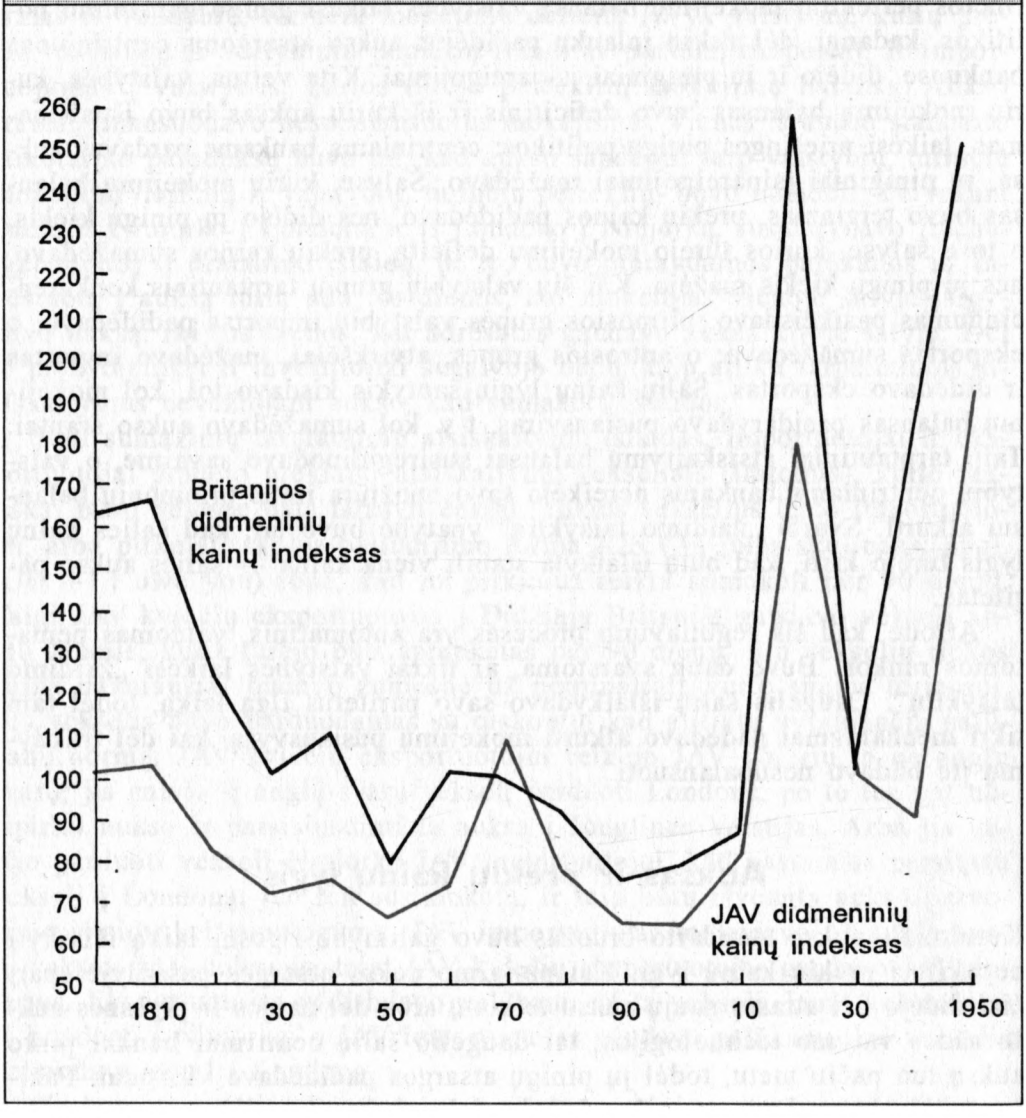
Trečiasis aukso standarto bruožas buvo **„žaidimo taisyklių"** koncepcija: turinčios perteklinį mokėjimų balansą valstybės laikėsi pinigų gausinimo politikos, kadangi, dėl aukso įplaukų padidėjus aukso atsargoms centriniuose bankuose, didėjo ir jų piniginiai įsipareigojimai. Kita vertus, valstybės, kurių mokėjimų balansas buvo deficitinis ir iš kurių auksas buvo išgabenamas, laikėsi priešingos pinigų politikos: centriniams bankams pardavus auksą, jų piniginiai įsipareigojimai mažėdavo. Šalyse, kurių mokėjimų balansas buvo teigiamas, prekių kainos padidėdavo, nes didėjo jų pinigų kiekis, o tose šalyse, kurios turėjo mokėjimų deficitą, prekių kainos sumažėdavo, nes jų pinigų kiekis mažėjo. Kai šių valstybių grupių tarptautinis konkurencingumas pasikeisdavo, pirmosios grupės valstybių importas padidėdavo, o eksportas sumažėdavo; o antrosios grupės, atvirkščiai, mažėdavo importas ir didėdavo eksportas. Šalių kainų lygių santykis kisdavo tol, kol mokėjimų balansas pasidarydavo pusiausviras, t y. kol sumažėdavo aukso srautai. Taip tarptautiniai atsiskaitymų balansai susireguliuodavo savaime, o valstybių centriniams bankams nereikėjo savo nuožiūra imtis priemonių balansui atkurti. Svarbi „žaidimo taisyklių" ypatybė buvo tai, kad šalies kainų lygis turėjo kisti, kad būtų išlaikyta stabili viena kaina — šalies aukso paritetas.

Atrodė, kad šis reguliavimo procesas yra automatinis, valdomas nematomos rankos. Buvo daug svarstoma, ar tikrai valstybės laikėsi „žaidimo taisyklių". Daugelis šalių išlaikydavo savo paritetus ilgą laiką, todėl tam tikri mechanizmai padėdavo atkurti mokėjimų pusiausvyrą, kai dėl trukdymų jie būdavo nesubalansuoti.

Auksas ir prekių kainų lygis

Ketvirtasis aukso standarto bruožas buvo galimybė ilgesnį laiką išlaikyti nepakitusį prekių kainų lygį. Kai piniginio aukso atsargos pasaulyje sparčiai didėjo dėl atrastų naujų aukso telkinių arba dėl naujos ir pigesnės aukso rūdos valymo technologijos, tai daugelio šalių centriniai bankai pirko auksą tuo pačiu metu, todėl jų pinigų atsargos padidėdavo vienodai. Pakilus prekių kainų lygiams, aukso kasyba pabrangdavo, mažėjo aukso gamyba ir prekių kainų lygis toliau kildavo mažiau ar net visai nebekildavo. Ir atvirkščiai, jei aukso paklausa padidėdavo, prekių kainų lygiai krisdavo, nes piniginiams tikslams buvo gaunama mažiau aukso. Krintant prekių kainų lygiui, būdavo gaunama daugiau aukso, greičiau padidėdavo pinigų kiekis, ir prekių kainų lygio smukimas būdavo sustabdomas. Kai tik šalių kainų lygiai pakisdavo, mokėjimų balansui grįžtant į pusiausvyrą, pasaulio kainų lygio kitimai susireguliuodavo. Todėl per keletą dešimtmečių (jei ne keletą metų) buvo pasiekiamas stabilus kainų lygis.

27.1 diagrama. 1800–1950 m. JAV ir Didžiosios Britanijos didmeninių kainų indeksai. Remiantis aukso standartu, dviejų šalių kainų lygiai kito nedaug skirdamiesi vienas nuo kito



27.1 diagramoje parodytas 1800–1950 m. JAV ir Didžiosios Britanijos prekių kainų lygis. Prasidėjus I pasauliniam karui, prekių kainų lygis buvo ne ką aukštesnis už buvusį prieš šimtmetį. Per metus kainų lygis didėjo vidutiniškai mažiau kaip 1 procentu. Ir tik kai kuriais metais metiniai kainų lygio pokyčiai buvo didesni kaip 3 procentai (išimtį sudarė karų metai).

Aukso standartas stebėtojams ir pinigus tvarkantiems pareigūnams atrodė patrauklus dėl savo anoniminių, automatinių savireguliuojančių savybių bei galimybės ilgą laiką išlaikyti stabilų kainų lygį. Spartus JAV ir dauge-

lio kitų šalių ekonomikos augimas, trukęs pusę šimtmečio (prieš I pasaulinį karą), padėjo suformuoti požiūrį, kad aukso standartas tuo metu buvo ideali pinigų politikos priemonė.

I pasaulinio karo metais daugelis šalių atsisakė savo valiutas susieti. Be to, jų kainų lygiai labai išaugo dėl padidėjusių karinių išlaidų. Po karo kai kurios šalys savo valiutas vėl susiejo su auksu prieškario paritetais; pirmiausia tai padarė tos valstybės, kurios karo metu buvo neutralios. Didžioji Britanija taip pat grįžo prie aukso standarto prieškario paritetu, tačiau anglų svaras tada buvo pernelyg aukštai įvertintas, nes kainos Britanijoje kilo greičiau nei JAV. Prancūzija, Belgija ir Italija galų gale grįžo prie aukso standarto, bet tik po to, kai vertinant jų valiutomis, aukso kainos gerokai pakilo. Žvelgiant į praeitį, atrodo, kad atkurti aukso standartą būtų atsiėję pigiau, jeigu daugiau šalių stengtųsi padidinti aukso kainą jų valiutomis, kad aukso kaina atitiktų nuo I pasaulinio karo padidėjusias prekių kainas.

AUKSO DEVIZŲ STANDARTAS

Aukso devizų standartas atsirado 3 dešimtmečio pradžioje, kai aukso ėmė trūkti tiek dėl jo pasiūlos sumažėjimo, tiek ir dėl paklausos padidėjimo. Aukso pasiūla netikėtai sumažėjo kylant nacionaliniams kainų lygiams ir didėjant aukso gavybos išlaidoms. Didesnę aukso paklausą lėmė ir tai, jog suirus Austrijos–Vengrijos imperijai, atsirado daugiau centrinių bankų, be to, I pasaulinio karo metais ir po jo padidėjo šalių prekių kainos. Dėl aukštesnių prekių kainų lygių auksas buvo pigesnis už sidabrą ir kitus tauriuosius metalus; taip buvo tol, kol 1920 m. aukso paritetai vėl pasidarė panašūs į prieškarinius.

Aukso adekvatumas buvo svarstomas dviejose Tautų Sąjungos remiamose konferencijose — 1920 m. Briuselyje ir 1922 m. Genujoje. Kadangi centriniai bankai nebuvo linkę didinti aukso kainos, išreikštos savomis valiutomis, šių konferencijų dalyviai siūlė taupyti iš aukso paklausos. Buvo nutarta nebenaudoti auksinių monetų privatiems mokėjimams; piniginio aukso atsargos susikoncentravo centriniuose bankuose. Be to, buvo formaliai pripažinta ir patvirtinta prieš I pasaulinį karą taikyta praktika: kai kurie centriniai bankai laikė savo rezervus užsienio valiutų forma — Didžiosios Britanijos svarų, JAV dolerių ar kokios kitos valiutos bankų indėliais, iždo vekseliais, bankininkų akceptais.

Pereinant nuo aukso standarto prie aukso devizų standarto, labiausiai kito tarptautinių rezervų sudėtis. Centriniai bankai dar privalėjo reguliuoti mokėjimų balansą pagal „žaidimo taisykles“. Valstybės vis dar palaikė savo valiutos ir aukso paritetus. Tačiau kai JAV arba Didžioji Britanija patirdavo mokėjimų deficitą dėl to, kad rėmėsi aukso devizų standartu, o valstybės su teigiamu mokėjimų balansu gaudavo lėšas JAV doleriais ar Anglijos svarais, tada JAV ir Didžioji Britanija nesilaikydavo „žaidimo taisyklių“ ir su-

mažindavo savo centrinių bankų įsipareigojimus. Teigiamą mokėjimų balansą turinčiose valstybėse pinigų kiekis padidėdavo, bet nemažėdavo pinigų kiekis ir šalyse, kur buvo mokėjimų deficitai. Aukso standarto savaiminio reguliavimo tendencijos išliko, bet jos buvo gal šiek tiek asimetrinės.

Buvo tikimasi, kad aukso devizų standartas sudarys stabilią sistemą, kurioje nacionalinės valiutos vėl bus keičiamos pagal jų pinigų vieneto paritetą. Tačiau beveik per visą laikotarpį tarp I ir II pasaulinių karų valiutų kursai nebuvo susieti. 1931 m. rugsėjo mėn., praėjus šešeriems metams po to, kai svarai buvo susieti su auksu 1913 m. paritetu, Didžioji Britanija nusprendė, kad palaikyti aukso paritetą yra per daug nuostolinga vidaus užimtumo atžvilgiu, todėl buvo leista svarui svyruoti. 4 dešimtmetyje kito daugelio valiutų paritetai; pokyčiai vyko tarsi žaidžiant domino: 1933–1934 m. krito JAV dolerio vertė, o 1936 m. — Prancūzijos franko ir Olandijos guldeno. 4 dešimtmečio pabaigoje valiutų kursų išsidėstymas nedaug skyrėsi nuo to, koks buvo 3 dešimtmečio pabaigoje. Po šios valiutų nuvertėjimo sekos piniginė aukso vertė padidėjo 75 procentais.

4 dešimtmetyje tarptautiniai rezervai D. Britanijos svarais, JAV doleriais ir kitomis pagrindinėmis valiutomis nedaug tepadidėjo. 3 dešimtmečio pabaigoje lėšų atsargos nacionalinėmis valiutomis sudarė 20 procentų tarptautinių rezervų. 4 dešimtmečio pabaigoje šis rodiklis buvo žemesnis, nes pakilus pasaulinei aukso kainai piniginio aukso atsargų vertė labai padidėjo. Tarpukario laikotarpio pinigų nestabilumas lėmė keletą vienas su kitu susijusių reiškinių — greitą valiutų kursų kaitą, didelį nedarbą ir nuolat didėjančius griežtus tarptautinės prekybos bei mokėjimų apribojimus. Toks nestabilumas kartais siejamas su įtampa tarp Didžiosios Britanijos, kurios ekonominė galia silpo, ir JAV, kurios ekonominė padėtis tvirtėjo. Vienas iš šios įtampos aspektų buvo tai, kad JAV vidaus ekonomikoje taikomos palūkanų normos paskatino investitorius perkelti lėšas iš Londono į Niujorką. Dėl to Anglijos bankas tiek daug pakėlė palūkanų normas, jog manoma, kad tai nulėmė didelį nedarbą Didžiojoje Britanijoje. 4 dešimtmečio pradžioje kilo konfliktas dėl tinkamo JAV dolerio ir Didžiosios Britanijos svaro kursų santykio: santykis, kurio pageidavo JAV vyriausybė, būtų padidinęs JAV prekių konkurencingumą daugiau, nei tai būtų priimtina Didžiajai Britanijai.

Kai JAV ekonominė galia pralenkė Didžiosios Britanijos galią, JAV ūkio apimtis padidėjo daugiau už Britanijos ūkio apimtį. Ar vykstant šiam galių kaitos procesui galėjo būti išvengta nestabilumo, kurį, pasirodo, buvo galima numatyti? Politikų klaidos sukėlė tiek valiutų kursų kaitą, tiek didelį nedarbą. Viena iš klaidų buvo nenoras sureguliuoti keitimo paritetus — aukso kainą, išreikštą kiekviena nacionaline valiuta, — kad atitiktų po I pasaulinio karo pakilusį kainų lygį. Antroji klaida buvo daugelio šalių nenoras padidinti piniginio aukso kainą, kad ji atitiktų jų šalies pakilusį kainų lygį.

BRETONO VUDSO SISTEMA

II pasaulinio karo pradžioje Jungtinės Valstijos ir Didžioji Britanija ėmėsi iniciatyvos kurti ekonomikos institucijų tinklą, kad būtų galima spręsti pokario problemas ir kad nesikartotų dvidešimt metų trukę pinigų politikos ir prekybos nesklandumai. Buvo įkurta Tarptautinė prekybos organizacija (TPO; International Trade Organization, ITO), kuri turėjo parengti tarifų mažinimo, prekybos sutarčių sudarymo principus, kad būtų ribojamas svarbiausių žaliavų kainų svyravimas ir koordinuojama šalių antimonopolinė politika. Nors TPO niekada neįsigaliojo, tačiau pirmasis jos statuto straipsnis paspartino **Visuotinio susitarimo dėl prekybos ir tarifų (VSPT; General Agreement on Tariffs and Trade, GATT)** susikūrimą. Ši organizacija tapo pagrindine institucija, skatinančia tarifų ir kitų prekybos barjerų mažinimą. **Tarptautinio rekonstrukcijos ir plėtros banko (TRPB, arba Pasaulio banko)** paskirtis buvo finansuoti pokario Vakarų Europos ūkio atkūrimą; 5 dešimtmečio pabaigoje, kai ši užduotis buvo įvykdyta, bankas daugiausia dėmesio pradėjo kreipti į silpnos ekonomikos šalis — teikti joms įvairias paskolas bei techninę pagalbą. Trečioji institucija — **Tarptautinis valiutos fondas (TVF)** — buvo įkurtas tam, kad stiprintų tarptautinių atsiskaitymų stabilumą, t. y. rengtų taisykles, pagal kurias turėtų būti keičiami valiutų paritetai ir tarptautinių mokėjimų valiutų kursai, be to, valdytų bendrą nacionalinių valiutų fondą, iš kurio šalys galėtų skolintis ir finansuoti savo mokėjimų deficitą. Šias organizacijas įkuriančios sutartys buvo pasirašytos Bretono Vudso mieste Niū Hampšyre, todėl Pasaulio bankas ir TVF kartais vadinami Bretono Vudso institucijomis.

Tarptautinis valiutos fondas

TVF — tai institucija, įkūnijanti Bretono Vudso sistemą. Ši sistema juridiniu atžvilgiu labai skiriasi nuo aukso ir aukso devizų standartų, nes ankstesnės sistemos neturėjo tarptautinio juridinio pagrindo. Be to, Bretono Vudso sistemą valdė valstybių pareigūnai (paprastai iždo sekretoriai ar finansų ministrai), pavaldūs šalių fondo narių išrinktai Valdytojų tarybai, ir nuolat veikianti Vykdomųjų direktorių taryba, sudaryta iš šalių narių atstovų.

Kiekviena TVF šalis narė turėjo nustatyti savo valiutos paritetą pagal auksą arba pagal JAV dolerį. Vėlesnieji valiutų paritetų pasikeitimai turėjo būti suderinti ar patvirtinti TVF.

Įkuriant Fondą buvo numatyta, kad jo kapitalas bus 10 mlrd. JAV dolerių. Į TVF stojančios šalys turėjo papildyti jo kapitalą atitinkama suma — kiekvienos šalies pasirašytu kapitalo įnašu, arba kvota. Ši suma apskaičiuojama pagal formulę, į kurią įrašyta šalies dalis pasauliniame importe ir jos aukso atsargos. Vienas ketvirtadalis kiekvienos šalies įnašo buvo mo-

kama auksu, o kiti trys ketvirtadaliai — savo valiuta, neduodančio palūkanų neterminuoto įsipareigojimo forma.

Kai šalis narė turėdavo mokėjimų deficitą, ji galėjo iš TVF valdomo bendro nacionalinių valiutų fondo skolintis sumą pagal savo kvotos dydį. Apie ketvirtadalį kvotos ji galėjo gauti automatiškai, o kita dalis buvo suteikiama TVF nuožiūra. Pavyzdžiui, 1956 m., Sueco krizės Artimuosiuose Rytuose metu Didžioji Britanija pasiskolino iš Fondo apie 2 mlrd. JAV dolerių. Fondo terminais tariant, Didžioji Britanija „išėmė", arba nupirko, iš Fondo JAV dolerius už Britanijos svarus, ir dėl to Fondo JAV dolerių atsargos sumažėjo, o Britanijos svarų atsargos padidėjo. Fondas įsigijo dolerių, pavertęs grynaisiais dalį neterminuoto įsipareigojimo JAV doleriais, kuris buvo gautas kaip JAV įnašo dalis. Didžioji Britanija mokėjo Fondui palūkanas, kurios priklausė nuo pasiskolintos sumos ir nuo skolinimosi terminų. Paskolos grąžinimui Didžioji Britanija turėjo pirkti Britanijos svarus už JAV dolerius arba kurią kitą Fondui priimtiną valiutą.

Pažymėtinas Bretono Vudso sistemos bruožas yra tai, kad Fondo taisyklėmis buvo siekiama panaikinti valiutos keitimo kontrolę atsiskaitant už prekes ir tokias paslaugas, kaip gabenimas ir turizmas; šių sričių ribojimus nariams buvo leista išlaikyti pokario atkuriamuoju laikotarpiu. Be to, nariai galėjo riboti vertybinių popierių (akcijų, obligacijų) sandėrius.

Fondo veikla

Stojimo į Tarptautinį valiutos fondą sutartyje nurodyta, kad šalys narės gali skolintis nepaisant jų vykdomos ekonominės ir socialinės politikos. Tačiau laikui bėgant Fondo vadovybė nusprendė, kad kreditas turėtų būti suteiktas tuo atveju, jei pagrindžiama perspektyva, kad šalis narė galės sureguliuoti savo mokėjimų balansą. Iki 1989 m. Fondo kapitalas buvo 90 mlrd. JAV dolerių. Jis susidarė padidėjus šalių narių skaičiui ir kelis kartus padidėjus kiekvienos narės kvotai. Dvi reikšmingos nuostatų naujovės (viena dešimtmečio pradžioje, o kita pabaigoje) sudarė galimybę papildomai didėti TVF kvotoms, ir taip pradėjo didėti TVF reikalingos lėšos ir tarptautiniai rezervai. Kad sumažėtų galimas valiutų trūkumas Fonde, 1963 m. Fondo statute buvo padaryta pataisa — įrašytas **Bendrasis skolinimosi susitarimas** (General Arrangements to Borrow), nurodantis, kokiu atveju Fondas gali skolintis valiutų iš šalių narių.

Svarbiausia 7 dešimtmečio naujovė — sukurtos **Specialiosios skolinimosi teisės** (SST; Special Drawing Rights, SDR), t. y. naujas tarptautinių rezervų aktyvas. Tai buvo padaryta todėl, kad manyta, jog pritruks aukso ir kitų tarptautinių rezervų aktyvų, ir todėl, kad dauguma šalių negalėjo patenkinti savo rezervų poreikių nesukeldamos JAV mokėjimų deficito. Bendra prielaida buvo ta, kad tarptautinių rezervų aktyvų paklausa didės maždaug proporcingai pasaulio prekybos ar pasaulio pajamų augimui — tai panašu į kiekybinės pinigų teorijos tarptautinį variantą. Toks požiūris leido

apskaičiuoti, kad tarptautinių rezervų aktyvų paklausa galėjo didėti 2–3 mlrd. JAV dolerių per metus. Piniginio aukso atsargos didėjo 1 mlrd. JAV dolerių per metus.

1968–1971 m. tarptautinėmis atvirosios rinkos operacijomis buvo sukurtas dešimties milijardų dolerių vertės SST aktyvas; kiekviena šalis narė gavo naujai sudaryto SST aktyvo dalį pagal savo TVF kvotą. Kiekviena šalis narė galėjo naudoti SST užsienio valiutoms pirkti iš kitų narių arba iš Fondo. Pavyzdžiui, jei Didžioji Britanija turėjo mokėjimų deficitą, ji galėjo parduoti dalį SST Fondui, įsigyti JAV dolerių ar kokios kitos nacionalinės valiutos ir panaudoti ją valiutų rinkoje Didžiosios Britanijos svarui paremti. Be to, SST įgijo apskaitos vieneto savybių, ir kai kurios šalys pradėjo nustatinėti savo valiutų paritetus pagal SST, kaip anksčiau nustatydavo pagal auksą arba JAV dolerius.

6 ir 7 dešimtmetyje sparčiai augo tarptautinė prekyba ir mokėjimai, o tarptautinių mokėjimų **valiutinis reguliavimas**, kurį 5 dešimtmetyje buvo įsivedusios Vakarų Europos šalys, sumažėjo. Daugelyje pramoninių šalių nacionalinės pajamos labai išaugo ir susidarė didelis skirtumas tarp laikotarpio po I pasaulinio karo ir po II pasaulinio karo.

Manoma, kad viena iš priežasčių, kodėl taip staiga padidėjo nacionalinės pajamos ir tarptautinė prekyba, buvo Fondo veikla, ypač valiutų kursų keitimo priemonės, be to, sumažėjusi valiutų kontrolė. Viena iš 1950–1970 m. laikotarpio ypatybių buvo tai, kad pagrindinių valiutų kursų paritetai kito retai; Anglijos svaras buvo nuvertėjęs vieną kartą, Prancūzijos frankas — du kartus, Vokietijos markė — vieną kartą, Olandijos guldenas — du kartus. Japonijos jenos, Šveicarijos franko, Italijos liros ir Belgijos franko paritetai nepakito.

Buvo nurodoma ir kita spartaus pasaulio ekonomikos kilimo priežastis: JAV sudarė stabilią nacionalinių pajamų augimo užsienyje sistemą — stengėsi palaikyti gana stabilų kainų lygį ir atvirą, prieinamą rinką užsienio prekėms. Užsienio šalys vis daugiau eksportavo į JAV, todėl daugelis jų turėjo perteklinį mokėjimų balansą ir jų tarptautiniai rezervai didėjo. Dėl šio pertekliaus valstybės sušvelnino savo kontrolę užsienio mokėjimams.

TVF sistema turėjo ir minusų: kadangi mokėjimų balansui reguliuoti nebebuvo naudojamos „žaidimo taisyklės“, susidarė ir nesubalansuotų mokėjimų. Šalys buvo užsiėmusios savo vidaus visiško užimtumo politika, kuri dažnai neatitiko sistemos reikalavimų. Be to, nebuvo susitarta, kas vykdo TVF numatytas priemones — valstybės, turinčios mokėjimų deficitą, ar — mokėjimų perviršį. Nenoras keisti paritetus rodė, jog mokėjimų deficitą turinčios šalys manė, kad nuvertėjimai traktuotini kaip jų ekonominės politikos nesėkmės požymis, o perteklinio balanso šalys buvo įsitikinusios, kad nuolatinis nesubalansuotumas atspindi mokėjimų deficitą turinčių valstybių infliacinę politiką.

Fondo sėkmės ir nesėkmės yra labai susijusios su JAV ekonomine politika. Kai buvo įkurta Bretono Vudso sistema, JAV tarptautinė ekonominė padėtis atrodė puiki. Buvo manoma, kad yra nuolatinis dolerių deficitas,

nes Europos noras išleisti dolerius visada didesnis už jos sugebėjimą užsidirbti dolerių bet kuriuo keitimo kursu. Net kai 1949 m. nuvertėjimas sukėlė JAV mokėjimų balanso deficitą, visą dešimtmetį išliko rūpestis, kad dolerių trūksta.

JAV mokėjimų balanso istorija po 1950 m. gali būti suskirstyta į du etapus. Pirmasis etapas truko nuo 1950 m. iki 7 dešimtmečio vidurio; tada kasmet JAV mokėjimų deficitas buvo nedidelis ir dažniausiai siejosi su kitų šalių noru padidinti savo aukso ir JAV dolerių atsargas. Jų poreikį papildyti savo tarptautinius rezervus lėmė JAV mokėjimų deficitas. Antrasis etapas prasidėjo 7 dešimtmečio pabaigoje, kai didėjantis JAV mokėjimų deficitas viršijo ribą, kurią galima būtų paaiškinti užsienio šalių paklausa auksui ir JAV doleriams. Per trejus metus, 1969–1971 m., bendras JAV mokėjimų deficitas sudarė net 40 mlrd. JAV dolerių. Taip atsitiko iš dalies dėl to, kad sumažėjo JAV gamybos prekių konkurencingumas, o kita vertus, dėl to, kad buvo prognozuojamas dolerio nuvertėjimas. 1969 m. rudenį pakilo Vokietijos markės vertė; 1970 m. pavasarį Kanados vyriausybė atsisakė dirbtinai susieti savo valiutos kursą, ir Kanados doleris pabrango 10 procentų. Per kitus penkiolika mėnesių kai kurių šalių valiutos brango dar intensyviau, o JAV doleris dar labiau nuvertėjo.

Kai JAV infliacija buvo nedidelė, Bretono Vudso sistema buvo veiksminga. Tačiau vėliau JAV ekonominė politika pasidarė nebe tokia sėkminga (7 dešimtmečio pabaigoje padidėjo infliacija), todėl labai padidėjusio JAV mokėjimų deficito jau nebuvo galima paaiškinti kitų šalių poreikiu turėti mokėjimų perviršį ir didinti tarptautinius rezervus. Fondas nebepajėgė sureguliuoti pagrindinių šalių valiutų kursų. JAV galėjo finansuoti mokėjimų deficitą tol, kol teigiamą balansą turinčios šalys siekė papildyti savo dolerių atsargas. Kol buvo tik nedidelių šalių nesubalansuoti mokėjimai, Fondas galėjo padėti atkurti mokėjimų pusiausvyrą. Kai atsirado ir didžiųjų pramoninių šalių disbalansai, paaiškėjo, kad Fondo priemonės nėra efektyvios.

8 dešimtmetyje padidėjus infliacijai, šalys nebegalėjo sėkmingai palaikyti savo paritetų, o atsisakymas nuo jų reiškė, kad turės atsirasti svyruojančių valiutų kursų sistema. Fondo taisyklės dėl valiutų paritetų paseno. 8 dešimtmetyje labai išaugus tarptautiniams rezervams, Fondas nebepajėgė patenkinti šių rezervų poreikių.

Bretono Vudso sistemos žlugimas

1971 m. rugpjūčio mėn. JAV iždas formaliai nutraukė aukso pardavimą užsienio institucijoms. Be to, JAV vyriausybė įvedė 10 procentų papildomo mokesčio tarifą už apmokestinamą importą ir nustatė aukščiausias kainų ir algų ribas, kad užkirstų kelią JAV kainų didėjimui. Papildomo mokesčio tarifas buvo įvestas dėl to, kad reikėjo paskatinti kitas pramonines šalis perkainoti savo valiutas; joms tai padarius, ketinta tarifinio priedo atsisakyti. Derybose su europiečiais ir japonais buvo įformintas sandėris; 1972 m. pra-

džioje, po **Smitsono susitarimo** (Smithsonian Agreement), aukso kaina padidėjo iki 38 JAV dolerių (taigi JAV doleris nuvertėjo beveik 12 procentų), ir papildomo mokesčio tarifas buvo atšauktas. Buvo sudaryti nauji valiutų paritetai; ši sistema gyvavo kiek mažiau negu metus. Kadangi JAV ir toliau turėjo mokėjimų deficitą, stiprėjo nusiteikimas prieš JAV dolerį. Dėl nacionalinės pinigų politikos vadovų nesugebėjimo parinkti tokią politiką, kad naujoji susietų valiutos kursų sistema gerai veiktų, kintami valiutų kursai vėl pasidarė neefektyvūs, kaip ir tuoj po I pasaulinio karo.

8 dešimtmečio pradžioje buvo pereita prie svyruojančių valiutos kursų, nes nebuvo jokio kito tinkamo mechanizmo piniginiams tarptautinės ekonomikos pokyčiams reguliuoti. Vienas tokių pokyčių buvo daug spartesnė infliacija Jungtinėse Valstijose nei kai kuriose šalyse, kurios buvo jos pagrindinės prekybos partnerės. Kol 6 dešimtmetyje ir 7 dešimtmečio pradžioje Jungtinėse Valstijose buvo tvirtos kainos, tai stimuliavo kitų šalių dolerių paklausą. Tačiau kai 8 dešimtmečio pradžioje JAV padidėjo infliacija, užsienio šalyse dolerių paklausa sumažėjo. Be to, ryškus pasaulinių naftos kainų padidėjimas ir didelis OPEC šalių mokėjimų perteklius turėjo įtakos dideliems pinigų srautų pokyčiams; buvo manoma, kad valiutų kursų kaita yra reikalinga tam, kad galima būtų reguliuoti mokėjimų perteklių ir deficitą.

Yra kai kas panašaus tarp to, kaip, sukūrus Bretono Vudso sistemą, 8 dešimtmetyje sumažėjo JAV ekonominė galia, smuko doleris ir to, kaip, įvedus aukso standartą, 3 dešimtmetyje sumažėjo Didžiosios Britanijos ekonominė galia, smuko D. Britanijos svaras. Vienas bendras bruožas čia tai, kad buvo vengiama didinti piniginio aukso kainą ir tuo buvo kompensuojama pasaulinė infliacija abiejų pasaulinių karų metu ir po jų. Tačiau šalia panašumų yra ir skirtumų: 5 ir 6 dešimtmečių dominuojanti JAV ekonominė padėtis buvo laikina ir truko tol, kol Vokietija ir Japonija atsigavo nuo ekonominio nuosmukio, kurį buvo sukėlęs karas. Taigi JAV dalis pasaulinėse pajamose neišvengiamai turėjo sumažėti. Dėl to turėjo sumažėti ir JAV galimybė sukurti pasaulinę pinigų stabilizavimo sistemą. Bet JAV infliacijos svyravimų galima buvo išvengti.

8 dešimtmečio pradžioje Fondo statutas buvo pakeistas ir pagrindinėms pramoninėms šalims suteikta galimybė laisvai keisti valiutų kursus; faktiškai tai buvo daroma pažeidžiant sutartį. Naujos taisyklės buvo įvestos tam, kad mažiau būtų konkurencijos sumetimais kišamasi į valiutų rinką, nes dėl to kišimosi nukentėtų pagrindinių šalių interesai. Taisyklės buvo efektyvios — valiutinės konkurencijos buvo išvengta. Tačiau buvo keista, kad JAV dolerio vertė kitų valiutų atžvilgiu svyravo didele amplitude. Pirmojoje 9 dešimtmečio pusėje JAV dolerio vertė užsienio valiutomis padidėjo daugiau kaip 50 procentų; dešimtmečio viduryje JAV doleris ėmė smukti, ir net dar greičiau negu buvo pakilęs. Svarbiau yra tai, kad 9 dešimtmečio pradžioje, kai JAV dolerio vertė buvo pakilusi, Jungtinės Valstijos patyrė didelį prekybos deficitą. Didelis prekybos deficitas išliko net ir tada, kai JAV dolerio vertė labai sumažėjo.

Remdamiesi istorijos patirtimi, galime manyti, kad vėl bus grįžtama prie valiutų susietų kursų, nes praėjusiame šimtmetyje tokia sistema egzistavo beveik aštuoniasdešimt metų. Bet šis pasikeitimas greičiausiai neįvyks tol, kol infliacija didžiosiose šalyse bus panaši ir labai žema, o prekyba bus labai nesubalansuota.

SANTRAUKA

1. Tarptautinė pinigų sistema turi tris pagrindinius bruožus: užsienio valiutų rinkos organizavimas, lėšų naudojimas tam, kad mokėjimai būtų subalansuojami, nesubalansuotų mokėjimų reguliavimas.
2. Aukso standartas — tai aukso ir kiekvienos šalies valiutos vieneto paritetai, sandėriai nesubalansuotus mokėjimus finansuoti auksu, aukso srautų sukelti įvairių šalių pinigų kiekio (kaip mokėjimų balanso reguliavimo priemonės) pokyčiai.
3. 1800–1920 m. JAV ir Didžiojoje Britanijoje kainos buvo stabilesnės negu vėlesniais laikotarpiais.
4. 3 dešimtmetyje buvo įvestas aukso devizų standartas, kad būtų sukurtas naujas tarptautinių rezervų šaltinis — aktyvai D. Britanijos svarais, JAV doleriais ir kitomis nacionalinėmis valiutomis.
5. 5 dešimtmečio pradžioje buvo įkurtas Tarptautinis valiutos fondas, kad būtų sureguliuoti valiutų kursų svyravimai. Fondą sudaro šalių jo narių nacionalinių valiutų įnašai; lėšos gali būti skolinamos mokėjimų deficitą turinčioms šalims.
6. Specialiosios skolinimosi teisės (SST) — tai 7 dešimtmečio pabaigoje TVF sistemoje įkurtas naujas rezervinis aktyvas.
7. Vienas ryškesnių 6 dešimtmečio ir 7 dešimtmečio pradžios bruožų yra tas, kad pramoninių šalių valiutų paritetai retai keitėsi.
8. 8 dešimtmečio pradžioje buvo pereita nuo susietų prie svyruojančių valiutų kursų; tai įvyko tuo metu, kai pagrindinių pramoninių šalių infliacijos lygiai labai skyrėsi.

PAGRINDINIAI TERMINAI

aukso standartas	gold standard
aukso devizų standartas	gold–exchange standard
Bretono Vudso sistema	Bretton Woods System
tarptautiniai rezervai	international reserves
„žaidimo taisyklės“	„rules of the game“
Tarptautinis valiutos fondas	International Monetary Fund
Pasaulio bankas	World Bank
Visuotinis susitarimas dėl tarifų ir prekybos	General Agreement on Tariffs and Trade
Specialiosios skolinimosi teisės	Special Drawing Rights
Bendrasis skolinimosi susitarimas	General Arrangements to Borrow

KLAUSIMAI IR PRATIMAI

1. Apibūdinkite pagrindinius aukso standarto ir Bretono Vudso sistemos taikomų paritetų skirtumus.
2. Išvardykite, kokiais pagrindiniais būdais šalys, turinčios mokėjimų deficitą ar perteklių, gali pasiekti mokėjimų balanso pusiausvyrą.
3. Kodėl I pasaulinio karo pradžioje žlugo aukso standarto sistema? Kodėl 8 dešimtmečio pradžioje žlugo Bretono Vudso suderinta paritetų sistema?

LITERATŪRA

Robert Z. Aliber. The International Money Game, 5–as leid. New York, Basic Books, 1987. Pagrindinių straipsnių apie tarptautinius finansus apžvalga.

Charles Coombs. The Arena of International Finance. New York, John Wiley and Sons, 1976. Centrinių bankų atstovų straipsnių apie susietus valiutų kursus santrauka.

Martin Mayer. The Fate of the Dollar. New York, Times Books, 1980. Žurnalisto požiūris į tarptautinę pinigų raidą.

Robert Solomon. The International Monetary System, 1945–1976. New York, Harper and Row, 1977. Išsami ataskaita apie derybas.

Brian Tew. The Evolution of the International Monetary System, 1947–77. London, Hutchison, 1977. Glausta Bretono Vudso sistemos ir jos žlugimo analizė.

Robert Triffin. Gold and the Dollar Crisis. New York, Yale University Press, 1961. Labai gerai išdėstyta JAV tarptautinių finansų problema.

Leland B. Yeager. International Monetary Relations. New York, Harper and Row, 1966. Puikiai išdėstyta tema, pateikta istorinė apžvalga.

28
SKYRIUS

Valiutų kursai ir mokėjimų balansas

Vienas iš didelių 8 ir 9 dešimtmečio netikėtumų buvo didžiuliai JAV dolerio vertės svyravimai valiutų rinkoje. 8 dešimtmečio pabaigoje JAV dolerio kursas ėmė kilti; 1984 m. pabaigoje JAV dolerio kaina Vokietijos markėmis ir Japonijos jenomis buvo 60 procentų aukštesnė negu prieš penkerius metus. Tačiau 1985 m. pavasarį kitų valiutų kursai JAV dolerio atžvilgiu pradėjo kilti; 1987 m. pabaigoje jų keitimo kursai vėl buvo beveik tokie pat, kaip 8 dešimtmečio pabaigoje.

Šiame skyriuje kalbama apie valiutų rinkos organizavimą ir apie tai, dėl ko JAV dolerio vertė valiutų rinkoje taip labai svyravo.

MAINAI TARP VALIUTŲ REGIONŲ

Bet kurios tarptautinės pinigų sistemos svarbiausi požymiai yra du — valiutos kursas ir mokėjimų balansas. **Valiutos kursas** — tai užsieninių pinigų kaina, išreikšta vietiniais pinigais; jis nustatomas valiutų keitimo rinkoje. Kursas kinta dėl to, kad būtų atkurtas ar palaikomas balansas tarp išmokų užsienio šalims ir įplaukų, gaunamų iš tų šalių. **Mokėjimų saldas**, kuris dažnai laikomas svarbiausiu šalies gerovės matu, yra vienas iš įrašų **mokėjimų balanse**, kuris iš esmės reiškia visų tarptautinių sandėrių apskaitą. Mokėjimų saldas yra centrinio banko ar kitos autoritetingos pinigų įstaigos sandėrių vertė oficialių rezervų aktyvais — auksu, JAV iždo vekseliais, bankų indėliais, įnašais į Tarptautinį valiutos fondą.

Jeigu prekių, paslaugų ir vertybinių popierių importas yra didesnis už prekių, paslaugų ir vertybinių popierių eksportą per kurį nors laikotarpį, šalis turi mokėjimų balanso deficitą, kurį reikia finansuoti parduodant aktyvus arba skolinantis užsienyje. Jei prekių, paslaugų ir vertybinių popierių eksportas yra didesnis už prekių, paslaugų ir vertybinių popierių importą, šalis turi mokėjimų perviršį.

JAV prekių, paslaugų ir vertybinių popierių kainos nuolat yra pagal valiutos kursą lyginamos su kitų šalių atitinkamų prekių, paslaugų ir verty-

binių popierių kainomis. Kiekvienos šalies prekybininkai stengiasi pasinaudoti bent kiek žymesniu vietinių ir atitinkamų užsienietiškų prekių kainų skirtumu; valiutų kursai sudaro galimybę palyginti „Chevrolet" automobilių kainas su „Toyota" ar „Volkswagen" kainomis. Panašiai taip kiekvienos šalies gamintojai stengiasi nustatyti, ar jie konkurenciniu požiūriu yra pranašesni užsienio rinkoje dėl žemesnės negu užsienio firmų pardavimo kainos. Tik nedaugelis asmenų ir investitorių keičia rinkoje valiutas dėl to, kad nori turėti užsieninių pinigų; dažniausiai yra kitaip: užsienio valiutos pirkimas yra būtinas tarpinis žingsnis prieš perkant užsienietišką prekę ar vertybinį popierių arba prieš teikiant paskolą užsienio valiutą.

Sąlygos, kuriomis prekiaujama nacionalinėmis valiutomis, lemia pasaulio skirstymą į **valiutų regionus**, pavyzdžiui, JAV dolerio regioną, Japonijos jenos regioną, Vokietijos markės regioną ir kitus nacionalinių valiutų regionus. Jei valiutų kursai būtų tvirti ir tikrai žinomi, tada skirtumai tarp įvairių valiutų būtų nedideli (nebent skirtinga politinė rizika, kad tarptautiniuose sandėriuose bus įvestas vienos ar kitos valiutos keitimo apribojimas), gal tik truputį didesni negu skirtumas tarp dviejų 50 dolerių vertės banknotų ir vieno 100 dolerių vertės banknoto arba skirtumas tarp banknotų, kuriuos yra išleidęs San Francisko federalinis rezervų bankas ir Niujorko federalinis rezervų bankas. Asmenims ir investitoriams būtų visai nesvarbu, kokia valiuta išreikšti jų aktyvai ir pasyvai. Vartojimo prekių kainų lygio pasikeitimas vienose šalyse būtų susijęs su vartojimo prekių kainų lygio pokyčiais kitose šalyse, bent jau tuo atveju, kai kiekvienoje nacionalinėje rinkoje yra panašus prekių kiekis. Nacionalinių pinigų pasiūlos būtų lengvai sumuojamos į pasaulinę pinigų pasiūlą.

Jeigu valiutų kursai kistų laisvai, ir bet kurios ateities datos vienos ar kitos valiutos kursas būtų tikrai žinomas, asmenims ir investitoriams būtų visiškai tas pat, kokia valiuta išreikšti jų aktyvai ir pasyvai. Tokiame pasaulyje skirtumai tarp palūkanų normų už panašius aktyvus, išreikštus skirtingomis valiutomis, visiškai atspindėtų numatomus valiutų kursų pokyčius — ir tie numatomi pokyčiai būtų realizuoti. Palūkanų normų skirtumai kompensuotų investitoriams nuostolius, patirtus dėl to, kad aktyvai buvo laikomi tokia valiuta, kuri nuvertėjo.

Prielaida, kad JAV doleriais išreikšti aktyvai yra tobuli atitinkamų aktyvų įvairiomis kitomis valiutomis pakaitalai, — tai kraštutinis požiūris. Tarptautinėms pinigų ir kapitalo rinkoms būdinga didelis netikrumas dėl būsimųjų valiutų kursų. Net ir tuo atveju, kai šalys įsipareigoja palaikyti tvirtus ar susietus valiutų kursus (pavyzdžiui, 6 ir 7 dešimtmetyje vienas svaras sterlingų buvo lygus 2,80 JAV dolerio), investitoriai supranta, kad tie kursai gali būti pakeisti. Netikrumas dėl valiutų kursų verčia prekiautojus ir investitorius svarstyti, kokia valiuta turėtų būti išreikšti jų aktyvai ir pasyvai. Taigi iškyla svarbus klausimas, kokie veiksniai atskiria JAV dolerio valiutos regioną nuo kitų valiutų (sakykim, Vokietijos markės, Japonijos jenos ar kurios kitos) regionų, ir kiek kiekvienas iš tų veiksnių yra svarbus.

PREKYBA UŽSIENIO VALIUTOMIS

Nors yra sakoma, jog kiekvienos didžiosios šalies finansų centras turi savo valiutų keitimo rinką, Londono, Niujorko, Frankfurto ir Tokijo valiutų rinkos yra geografiniai vienos pasaulinės valiutų rinkos padaliniai. Kiekvieno finansų centro pagrindiniai bankai telefono ir telekso ryšiais yra sujungti su kitų finansų centrų pagrindiniais bankais bei bankais, esančiais tame pačiame finansų centre. Šioje rinkoje yra prekiaujama indėliais iki pareikalavimo; pagrindinis vienetas JAV dolerio / D. Britanijos svaro sterlingų prekyboje yra 100 000 svarų sterlingų indėlis, o pagrindinis vienetas JAV dolerio / Vokietijos markės prekyboje yra 200 000 markių indėlis. (Indėlio nuosavybės perdavimas vyksta beveik taip pat, kaip ir mokant čekiu; kiekviena pusė išrašo čekį apmokėti kito sąskaitą.) Vienos užsienio valiutos kursas ar kainos, išreikšti kita valiuta, vienu metu yra tokie pat bet kuriame finansiniame centre; palyginti didelių sandėrių kainų skirtumai yra daug mažesni negu viena dešimtoji procento dalis, o dažnai skiriasi tik keletu šimtųjų procento.

Pagal sandėrių mastus valiutų keitimo (pirkimo ir pardavimo) rinka yra didžiausia rinka pasaulyje; kai kuriomis dienomis prekyba gali sudaryti net 300 milijardų dolerių. Bet kuriuo metu prekyba užsienio valiutomis yra daug kartų didesnė negu to paties meto tarptautinė prekyba ir investicijos, tik, žinoma, asmenys ir firmos, kurie verčiasi tarptautine prekyba ir investicijomis, dalyvauja mažiau kaip dešimtyje procentų valiutų keitimo sandėrių. Daugiausia valiutų keitimo operacijų atlieka parduodantys ir perkantys bankai.

Konkurencija valiutų keitimo rinkoje yra labai didelė, nes tą rinką sudaro labai daug dalyvių, iš kurių nė vienas neužima palyginti didelės rinkos dalies. Kainos, t. y. valiutų kursai, kinta nuolat, ir pasikeitimai dažnai yra labai maži, pavyzdžiui, 0,01 procento dalis, kitaip tariant, 20 Vokietijos markių JAV dolerių/ Vokietijos markių prekyboje, kai keičiama 200 000 Vokietijos markių. Jeigu JAV dolerių paklausa, išreikšta Vokietijos markėmis, kyla, JAV dolerio kaina, išreikšta Vokietijos markėmis, išauga nuo 1,800 iki 1,801 markės už JAV dolerį. Pagrindiniai tarptautiniai komerciniai bankai veikia ir kaip dyleriai, prekiaujantys savo sąskaita, ir kaip brokeriai, prekiaujantys importuotojų, eksportuotojų ir tarptautinių investitorių sąskaita. Veikdami kaip dyleriai, bankai seka grynąją ilgąją arba trumpąją valiutos poziciją ir stengiasi gauti pelno iš kursų pasikeitimo. (Ilgoji pozicija reiškia, kad kuria nors valiuta išreikšti banko aktyvai yra didesni už ta pačia valiuta išreikštus pasyvus.) Veikdami kaip brokeriai, bankai perka ir parduoda užsienio valiutą komerciniams klientams, pavyzdžiui, tarptautinei naftos bendrovei, ir siekia gauti pelno iš skirtingų kursų, kuriais vieniems klientams parduoda užsienio valiutą, o iš kitų klientų perka, be to, iš kitų klientams teikiamų bankinių paslaugų. Jeigu JAV firma nori pirkti 150 milijonų Vokietijos markių, ketindama atlikti mokėjimą Frankfurte, greičiausiai užsakymą gaus bankas, siūlantis Vokietijos markes žemiausia

kaina, išreikšta JAV doleriais; beveik tuoj pat bankas stengsis nupirkti tokį pat kiekį markių, kad minimizuotų riziką dėl nuostolių, kurie galėtų susidaryti, jei vėliau markės vertė pakiltų, nebent bankas manytų, kad markės vertė kris.

Operacijose su savo klientais bankai nurodo kainą, už kurią jie pirks, ir kainą, už kurią jie parduos, paprastai tokia forma: 1,8380–1,8390 markės už dolerį, imant standartinį markių kiekį; nedidelis skirtumas tarp kainos, už kurią bankas siūlo parduoti, ir kainos, už kurią bankas pirks, atlygina banko atliekamų valiutos keitimo operacijų išlaidas. Jeigu tarptautinė naftos bendrovė nori pirkti JAV dolerių, bankas pirks Vokietijos markes 1,8390 kursu. O jeigu ši firma nori pirkti Vokietijos markių, bankas pirks JAV dolerius 1,8380 kursu. Šis kainų atotrūkis, perkant 200 000 Vokietijos markių, yra lygus 200 markių, arba apie 120 JAV dolerių, ir tai yra lygu 0,12 procento JAV dolerių sandėrio vertės. Įvairių valiutų bei įvairių bankų kainų skirtumo dydis skiriasi. Pagrindiniai tarptautiniai bankai nustato mažesnius kainų skirtumus negu provincijos centrų bankai; mažesniuose centruose yra mažesnė konkurencija. Nustatyti kursai taip pat rodo, ar bankai nori padidinti ar sumažinti savo tam tikros valiutos poziciją; jeigu bankas turi daugiau Vokietijos markių negu, jo manymu, yra optimalu, jis nustatys pakankamai žemas kainas, kad atstumtų markių pardavėjus ir patrauktų markių pirkėjus.

Daugelyje finansų centrų dirba valiutos keitimo brokeriai; jų reikia, kad anonimiškai suvestų pirkėjus su pardavėjais; brokeriai informuoja įvairius klientus, kokį vienas ar kitas bankas yra nustatęs valiutos kursą. Daugelis komercinių klientų nesinaudoja brokeriais; jie patys pasirenka banką, siūlantį patraukliausius kursus. Komerciniai bankai dažnai atlieka tarpusavio operacijas per brokerius, taip pat vyksta ir centrinio banko operacijos su komerciniais bankais.

KAIP ORGANIZUOJAMA VALIUTŲ KEITIMO RINKA

Valiutų keitimo rinkos organizavimo modelis yra panašus į prekybos finansavimo modelį. Tarptautinėje prekyboje operacijų JAV doleriais yra daugiau negu bet kuria kita valiuta. Sakysim, JAV prekyboje su Kanada Kanados eksportuotojai į JAV nustato kainas JAV doleriais ir jiems mokama JAV doleriais. Kanados importuotojai už JAV prekes irgi moka JAV doleriais. Kanados importuotojai ir eksportuotojai nori verčiau atlikti valiutų keitimo operacijas arčiau namų, o ne Jungtinėse Valstijose, todėl JAV ir Kanados dolerinių operacijų daugiau atliekama Toronte negu Niujorke. Importuotojai ir eksportuotojai, kuriems reikia atlikti valiutų keitimo operacijas, labiau linkę rinktis arčiau esančius bankus negu tuos, kurie yra tolimuose užsienio centruose, nes taip patogiau ir, be to, mažesnės netiesioginės pervedimo išlaidos. Kadangi kiekvienos valiutų poros keitimo operacijų mastai yra žymiai didesni užsienio finansų centruose negu Niujorke, tuose užsienio

centruose rinka gali būti daug konkurencingesnė, ir ten nustatyti kursai komerciniams klientams gali būti daug palankesni negu kursai, nustatyti Jungtinėse Valstijose. Taigi yra toks paradoksas: nors tarptautinės prekybos ir finansų operacijų JAV doleriais mastai yra labai dideli, daugelis JAV dolerių keitimo operacijų vyksta už Jungtinių Amerikos Valstijų ribų[1].

Pagrindinis Vokietijos markių operacijų su JAV doleriais centras yra Frankfurtas; Niujorkas yra antrasis šių operacijų centras. Panašiai taip Tokijas yra pagrindinis Japonijos jenų operacijų su JAV doleriais centras, o Londonas — D. Britanijos svarų sterlingų operacijų su JAV doleriais centras. Kiekvieno finansinio centro bankai specializuojasi prekiaudami vietine valiuta ir doleriais. Niujorkas yra antrasis visų užsienio valiutų centras. 28.1 lentelėje yra parodytas bankų ir prekiautojų užsienio valiutomis pasiskirstymas įvairiuose pasaulio regionų finansiniuose centruose. Paryžius yra trečiasis JAV dolerių prekybos sandėrių su kitomis valiutomis (išskyrus Prancūzijos frankus) centras, Ciūrichas — trečiasis JAV dolerių prekybos su Vokietijos markėmis, D. Britanijos svarais sterlingų ir Prancūzijos frankais centras.

Pagrindiniuose finansų centruose — Londone, Frankfurte, Niujorke — labai daug bankų aktyviai dalyvauja valiutų keitimo rinkoje. Keletas bankų kaip dyleriai prekiauja vienomis ar kitomis valiutomis — pagal jų specializaciją; šie bankai turi didžiules užsienio valiutų atsargas. Kai bankai nėra dyleriai, jie veikia kaip brokeriai — perka ir parduoda užsienio valiutą iš dylerių pagal nustatytą kursą.

Jeigu yra žinomi dviejų valiutų, tokių, kaip Vokietijos markė ir Japonijos jena, kursai JAV doleriais, galima nustatyti Vokietijos markės kainą arba kryžminį kursą Japonijos jenomis. Pavyzdžiui, 1988 m. gruodžio mėn. 31 dieną jenos — JAV dolerio kursas buvo 125 jenos už dolerį ir markės — JAV dolerio kursas buvo 1,77 markės už dolerį, taigi kryžminis kursas buvo 70,6 Japonijos jenos už Vokietijos markę.

Kai rinka organizuojama porų serijomis ir kiekvienoje poroje yra JAV doleris, daugelio tarptautinės prekybos operacijų finansiniai dalyvai atlieka du valiutų keitimus. Pavyzdžiui, automobilių dalių distributorius Vokietijoje perka Japonijoje jų gamybos detales. Bankas Frankfurte nustato Japonijos jenos — Vokietijos markės kursą pagal savo Vokietijos markės ir Japonijos jenos kursus, išreikštus JAV doleriais. Bankas Frankfurte nėra linkęs laikyti didelio jenų kiekio, todėl parduodamas jenas Frankfurto importuotojui, jis atlieka dvi operacijas: iš pradžių už Vokietijos markes perka JAV dolerius, po to už JAV dolerius perka Japonijos jenas. Kadangi svarbiausia Japonijos jenos — JAV dolerio rinka yra Tokijas, bankas gali pirmojoje operacijoje veikti kaip dyleris, o antrojoje — kaip brokeris.

---

[1] Prieš I pasaulinį karą daug daugiau JAV prekybos vyko užsienio valiutomis, todėl palyginti daugiau užsienio valiutos keitimo operacijų, susijusių su JAV eksportu ir importu, vykdavo Niujorke.

28.1 lentelė. Bankų ir prekiautojų užsienio valiuta pasiskirstymas

	Bankai	Prekiautojai
Šiaurės Amerika		
Niujorkas	127	1070
Torontas	16	112
Čikaga	10	53
San Franciskas	8	55
Los Andželas	8	58
Vakarų Europa		
Londonas	285	2418
Paryžius	92	573
Liuksemburgas	77	444
Frankfurtas	55	411
Ciūrichas	45	314
Milanas	38	221
Briuselis	37	285
Azija ir Artimieji Rytai		
Honkongas	80	552
Singapūras	72	471
Tokijas	41	341
Bachreinas	32	139

Šaltinis: Foreign Exchange and Bullion Dealers Directory 1989, Hambros Bank, London.

Prekyba užsienio valiuta vyksta beveik visą laiką, nes įvairių miestų rinkos yra skirtingose laiko juostose. Pavyzdžiui, Los Andžele esantis bankas gali prekiauti su Tokijo bankais vėlai vakare Los Andželo laiku, su Londono bankais — visą naktį ir su Niujorko birža nuo ankstyvo ryto iki popietinių valandų.

RYŠYS TARP NEDELSIAMOJO IR IŠANKSTINIO VALIUTOS KEITIMO KURSŲ

Prekiautojai ir investitoriai, norintys pakeisti savo aktyvų ar pasyvų valiutinę išraišką, gali tą nesunkiai padaryti padidinę savo skolas, išreikštas JAV doleriais, ir panaudoję dolerines lėšas tam, kad sumažintų savo skolas kita valiuta, sakykime, Vokietijos markėmis. Arba jie gali sumažinti savo JAV doleriais išreikštus aktyvus ir gautas lėšas naudoti tam, kad padidintų aktyvus Vokietijos markėmis.

Nedelsiamojo valiutos keitimo sandėriai — tai tokie sandėriai, per kuriuos indėliai pakeičiami per dvi dienas sudarius sandėrį. **Išankstinio va-**

liutos keitimo sandėriai yra tokie, kai indėliai pakeičiami po nustatyto dienų skaičiaus — po trisdešimties, šešiasdešimties ar devyniasdešimties dienų. Prekiautojai ir investitoriai dažnai renkasi išankstinio valiutos keitimo sandėrį, kadangi tai „neįšaldo" reikalingo darbinio kapitalo. **Pasikeitimo sandėriai** keičiant užsienio valiutą turi ir nedelsiamųjų, ir išankstinių sandėrių bruožų: Alfa bankas perveda JAV dolerių indėlį iki pareikalavimo Beta bankui šiandien už Vokietijos markių indėlį iki pareikalavimo, kai Beta bankas sutinka pervesti Alfa bankui JAV dolerių indėlį iki pareikalavimo per 30 dienų už Vokietijos markių indėlį iki pareikalavimo; skirtumas tarp dviejų keitimo kursų yra prognozuojama palūkanų norma.

Išankstinius sandėrius pagrindinėmis valiutomis paprastai galima sudaryti kelių mėnesių, metų ar ilgesniam terminui. Kai kurie išankstiniai sandėriai turi standartinius laikotarpius — tris mėnesius, šešis mėnesius, vienerius metus, — ir tai rodo, jog komercinių prekybinių operacijų mokėjimo sąlygos yra standartinės. Bankai siūlo ir tokius terminus, kurie atitinka konkrečius individualių prekiautojų porcikius; bankas gali sudaryti trisdešimt devynių dienų išankstinį sandėrį arba septyniasdešimt aštuonių dienų išankstinį sandėrį. (Užsienio valiutų rinkoje pagrindinių bankų parduodami ir perkami išankstiniai sandėriai turėtų būti skiriami nuo valiutos keitimo sandėrių ateičiai, kuriais yra prekiaujama finansinėse biržose Čikagoje, Niujorke, Londone ir Singapūre; tie sandėriai ateičiai turi standartinius grąžinimo terminus ir kiekius.) Išankstinio valiutos keitimo sandėrių išlaidos yra gerokai didesnės už nedelsiamųjų sandėrių išlaidas. Be to, tos išlaidos didesnės, kai prekiaujama nestabilia valiuta. 28.2 lentelėje yra parodyti pagrindinių valiutų kursai JAV doleriais, atliekant nedelsiamuosius ir išankstinius sandėrius.

Jeigu išankstinio keitimo rinkoje valiuta yra pigesnė negu nedelsiamojo keitimo rinkoje, vadinasi, valiuta turi **išankstinio sandėrio diskontą**. Jeigu valiuta yra brangesnė išankstinio keitimo rinkoje, vadinasi, valiuta turi **išankstinio sandėrio priedą**.

Išankstinio valiutų keitimo rinkoje bankai veikia kaip tarpininkai tarp pirkėjų ir pardavėjų, kaip ir nedelsiamojo keitimo rinkoje. Norėdamas sumažinti valiutos kurso riziką, bankas gali suderinti kurios nors valiutos nedelsiamojo keitimo ilgąją poziciją su trumpąja išankstinio keitimo pozicija; jeigu valiutos vertė kyla, jos nedelsiamųjų sandėrių ilgosios pozicijos vetė irgi kyla ir, žinoma, tas pat atsitinka su trumposios išankstinių sandėrių pozicijos verte. Bankas gali turėti arba ilgąją kurio nors vieno ateities laikotarpio poziciją arba trumpąją kitų laikotarpių poziciją.

Kalbant apie tarptautinius finansus, vienas pagrindinių teiginių yra toks: procentais išreikštas skirtumas tarp išankstinio valiutos keitimo kurso ir nedelsiamojo keitimo kurso yra lygus skirtumui tarp vietinių ir užsienio palūkanų normų už tokios pačios kaip ir išankstinio sandėrio trukmės aktyvus. Pavyzdžiui, Kanados dolerio 3 mėnesių išankstinio keitimo kursas 1989 m. liepos 13 d. buvo 1,2021 JAV dolerio; tuo metu nedelsiamojo kei-

28.2 lentelė. Valiutų kursai

1989 m. liepos 13 d. valiutų kursai baigiant prekybą (valiutos vienetai už 1 JAV dolerį)

	Nedelsiamojo keitimo kursas	Išankstinio keitimo kursas		
		1 mėn.	3 mėn.	6 mėn.
Kanados doleris	1,1925	1,1958	1,2021	1,2102
D. Britanijos svaras sterlingų	0,6172	0,6197	0,6248	0,6321
Prancūzijos frankas	6,4075	6,4075	6,4106	6,4200
Vokietijos markė	1,8885	1,8851	1,8795	1,8722
Šveicarijos frankas	1,6300	1,6270	1,6223	1,6152
Japonijos jena	139,45	138,99	138,26	137,22

Šaltinis: The Wall Street Journal, 1989, liepos 14.

timo kursas buvo 1,1925 JAV dolerio. Skirtumas tarp šių dviejų keitimo kursų yra 3,2 procento; tai apskaičiuojama taip:

$$a\left(\frac{I-N}{I}\right),$$

čia I yra išankstinio keitimo kursas, N yra nedelsiamojo keitimo kursas. Dydis tarp skliaustų yra dauginamas iš kintamojo a, kuris šiuo atveju yra lygus 4, kad paverstų turimą procentą į metinę palūkanų normą. Šis santykis, vadinamas **palūkanų normos pariteto teorema**, yra individualių investitorių pelno maksimizavimo rezultatas. Investitoriai, siekiantys gauti pelno iš prognozuojamų valiutų kursų pasikeitimų, nuolat lygina, kokios operacijos — nedelsiamasis ar išankstinis keitimas — yra pelningesnės jų turimiems užsienio valiutų aktyvams. Jie perka valiutą išankstinio keitimo rinkoje, jeigu šioje rinkoje valiuta yra pigesnė negu nedelsiamojo keitimo rinkoje, įvertinus skirtumą tarp vidaus palūkanų normų ir užsienio palūkanų normų. Tie investitoriai yra vadinami **spekuliantais**; spekuliantai siekia pelno iš prognozuojamo palūkanų normų pasikeitimo. Kiti investitoriai perka valiutą tame finansų centre, kur ji yra pigi, ir parduoda tą pačią valiutą finansų centre, kur ji yra brangi, įvertinus bet kokį skirtumą tarp nedelsiamojo ir išankstinio keitimo kursų bei tarp palūkanų normų. Ši grupė yra vadinama **arbitrais**; arbitrai siekia gauti pelno iš skirtumo tarp palūkanų normų ir iš palūkanų, atitinkančių skirtumą tarp išankstinio ir nedelsiamojo valiutos keitimo kursų. Arbitrai išvengia valiutų kursų rizikos, o spekuliantai stengiasi gauti pelno iš šios rizikos.

Kaip buvo minėta, išankstinio valiutos keitimo kursas atspindi numatomą palūkanų normų skirtumą ir veikia tiek arbitrų, tiek firmų, kurios verčiasi tarptautine prekyba operacijas. Sakysime, JAV firma pirko kokius nors įrengimus Vokietijoje ir įsipareigojo sumokėti 10 milijonų markių po trijų mėnesių. JAV firma gali pirkti Vokietijos markes nedelsiamojo valiutų kei-

timo rinkoje ir investuoti jas Frankfurto pinigų rinkoje arba į banko indėlį pagal vyraujančią palūkanų normą; pasibaigus investicijos periodui, JAV importuotojas sumokės Vokietijos pardavėjui. Jeigu importuotojas investuotų lėšas už 8 procentus, jis nusipirktų 9 804 000 Vokietijos markių ir su sukauptomis palūkanomis turėtų 10 milijonų Vokietijos markių. Jeigu nedelsiamojo keitimo kursas yra 2 Vokietijos markės už 1 JAV dolerį, investitoriui reikės 4 902 000 dolerių, kad gautų 9 804 000 markių. Sandėrio išlaidos yra 10 procentų palūkanos, kurias importuotojas galėtų gauti už panašią devyniasdešimties dienų investiciją JAV.

Galimas ir kitas būdas. JAV importuotojas gali pirkti Vokietijos markes išankstinio valiutų keitimo rinkoje. Šiuo atveju jis turėtų mokėti už markes po devyniasdešimties dienų, suėjus išankstinio sandėrio terminui. Jeigu markė turi 2 procentų išankstinio sandėrio mokestį, importuotojas už 10 milijonų markių turėtų mokėti 5 025 000 dolerių. Tuo atveju JAV importuotojas tebeturėtų 90 dienų investicijas JAV doleriais pinigų rinkoje ir gautų už šias lėšas 10 procentų palūkanų. Devyniasdešimties dienų 4 902 000 dolerių investicija JAV pinigų rinkoje su 10 procentų palūkanų išaugtų iki 5 025 000 dolerių. Taigi JAV importuotojo Vokietijos markių pirkimo išlaidos perkant markes nedelsiamojo ir išankstinio keitimo rinkoje yra lygūs, kadangi markės išankstinio sandėrio priedas yra lygus skirtumui, kuriuo palūkanų normos už JAV dolerių aktyvus yra didesnės už palūkanų normas už Vokietijos markių aktyvus.

Kai kurie JAV importuotojai gali nuspręsti įsigyti Vokietijos markių prieš pat mokėjimo dieną; jie susiduria su valiutų kursų rizika per laikotarpį nuo tos dienos, kai įsigalioja įsipareigojimas sumokėti Vokietijos markes, iki dienos, kai jie perka Vokietijos markes.

Finansavimo būdo pasirinkimas abiem importuotojų grupėms priklauso nuo santykio tarp nedelsiamojo ir išankstinio valiutos keitimo kursų, palūkanų normos už Vokietijos markėmis išreikštus aktyvus ir palūkanų normos už panašius aktyvus JAV doleriais. Empiriniai tyrimai rodo, kad skirtumas tarp išankstinio valiutų keitimo kursų, atspindinčių palūkanų normų nevienodumą, ir faktiškų išankstinio keitimo kursų yra beveik visada mažesnis kaip 1 procentas, o dažnai tik keletas dešimtųjų procento dalių. Vadinasi, dėl bet kurio apskaičiuojamo nukrypimo nuo palūkanų normos pariteto investitorius turi išlaidų ir, naudodamasis „neabejotinai" mažesnės rizikos arbitrinio pelno pranašumu, irgi rizikuoja, kitaip sakant, aktyvai, prieinami vidaus ir užsienio rinkose, nėra tobuli vienas kito pakaitalai.

Prekiautojai ir investitoriai dažniausiai linkę pasirinkti išankstinius sandėrius, nes tai yra patogu. Tačiau prekiautojai ir investitoriai skuba arba delsia tada, kai užsienio valiutų įsigijimo išlaidos išankstinio valiutų keitimo rinkoje yra didesnės už nedelsiamojo keitimo išlaidas, jeigu išankstinio sandėrio diskontas yra žymiai didesnis negu numatyta pagal palūkanų normų skirtumą.

IŠANKSTINIO VALIUTŲ KEITIMO KURSAI KAIP BŪSIMŲJŲ NEDELSIAMOJO KEITIMO KURSŲ PROGNOZĖ

Ar JAV importuotojai, turintys susimokėti Vokietijoje per 90 dienų, pirks Vokietijos markes išankstinio valiutų keitimo rinkoje, ar lauks, kol ateis mokėjimo diena, ir tada pirks Vokietijos markes nedelsiamojo keitimo rinkoje, iš dalies priklauso nuo jų požiūrio į tai, kokiu tikslumu nedelsiamojo keitimo kursas atitinka išankstinį keitimo kursą atėjus išankstinio sandėrio apmokėjimo terminui. Pagrindinis praktinis klausimas — koks yra santykis tarp išankstinio ir nedelsiamojo keitimo kursų vertės, suėjus apmokėjimo pagal išankstinio keitimo sandėrį terminui. Jeigu investitoriai, kurie perka ir parduoda pagal išankstinio keitimo sandėrius, reikalauja priedo už riziką, gali susidaryti nuolatiniai skirtumai tarp išankstinio keitimo kursų ir nedelsiamojo keitimo kursų, atėjus mokėjimo pagal išankstinius sandėrius dienai. Ir, jeigu yra priedas už riziką, jo dydis turi būti nustatytas atsižvelgiant į tą riziką.

Kiekvienas išankstinis sandėris negali tiksliai „išpranašauti" nedelsiamojo keitimo kurso, atėjus mokėjimo pagal išankstinį sandėrį dienai, kadangi būna daugybė nenumatytų įvykių ir sukrėtimų nuo tos dienos, kai prekiautojai ir investitoriai sudaro išankstinę sutartį, iki tos dienos, kai reikia mokėti pagal tą sutartį. Tie, kurie teigia, kad išankstinio keitimo kursai tėra ateities nedelsiamojo valiutų keitimo kursų šališkos prognozės (mat investitoriai reikalauja priedo už riziką pirkdami užsienio valiutą išankstinių sandėrių rinkoje), remiasi mokesčių už rizikos prisiėmimą kitose rinkose analogija. Jie tvirtina, kad, jeigu investitoriai nėra linkę rizikuoti, tada, pavyzdžiui, markės *vidutiniai* išankstinio keitimo kursai būtų žemesni negu *vidutiniai* nedelsiamojo keitimo kursai atėjus mokėjimo pagal išankstinę sutartį dienai ir išankstinius sandėrius sudarę markės pardavėjai paprastai patirtų nuostolių. Be to, investitoriai negali išvengti šių nuostolių skubėdami ar delsdami, nes skirtumas tarp panašaus laikotarpio markėmis išreikštų aktyvų palūkanų normos ir doleriais išreikštų aktyvų palūkanų normos reikštų ir panašų priedą už riziką.

Atsakymas į šį priedo už riziką argumentą būtų toks: kai vieni prekiautojai ir investitoriai yra Vokietijos markių pardavėjai išankstinio keitimo rinkoje, kiti yra Vokietijos markių šioje rinkoje pirkėjai. Jeigu pirmieji moka priedą už riziką, tai antrieji, kurie taip pat siekia apsaugoti nuo rizikos savo užsienio valiutos aktyvus, gautų pelną, kuris atitiktų pardavėjų mokamą priedą už riziką. Vokietijos prekių importuotojų ir tos pačios šalies prekių eksportuotojų pastangos apsaugoti nuo rizikos savo Vokietijos markių aktyvus gali baigtis taip, kad nė vieni nemokės priedo už riziką, net jeigu ir vieni, ir kiti norėtų mokėti.

Iš kai kurių empirinių tyrimų galima daryti išvadą, kad yra nemažas priedas už riziką, bet daugelis tyrimų to nerodo. Daugiau ar mažiau yra įrodyta, kad ribiniai investitoriai nevengia rizikos ir kad visos importuotojų grupės yra pasiruošusios mokėti priedą už riziką. Tačiau išankstinio valiutų keitimo kursai atrodo taip, lyg tai būtų šališkos būsimųjų nedelsiamojo keitimo kursų prognozės. Šie du teiginiai gali ir neprieštarauti vienas kitam, jeigu vidutinė prognozės paklaida tarp išankstinio keitimo kurso ir nedelsiamojo keitimo kurso, atėjus mokėjimo pagal išankstinį sandėrį dienai, būtų nedidelė palyginti su priedu, atitinkančiu užsienio valiutos keitimo riziką.

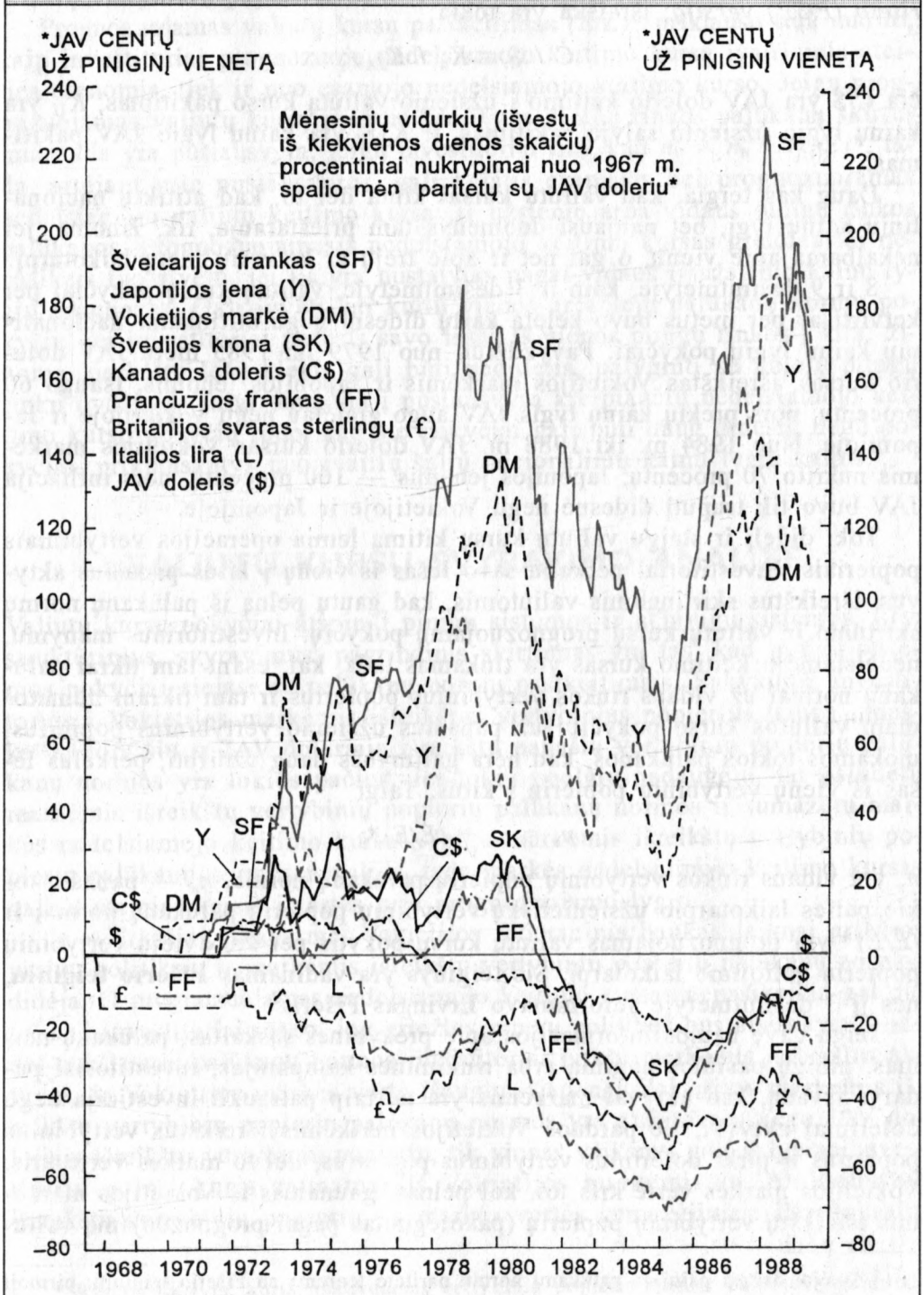
KEITIMO KURSŲ LYGIS

Valiutų keitimo rinka yra vienas iš tarptautinės pinigų rinkos komponentų; kiti tos rinkos komponentai yra įvairios nacionalinės rinkos — bankų indėlių ir pinigų rinkos aktyvų (iždo vekselių, bankininkų akceptavimų, komercinių vertybinių popierių). Tačiau, ne taip kaip kitos tarptautinės pinigų rinkos, valiutų keitimo rinka yra prekyba tokiais aktyvais (vietiniais indėliais iki pareikalavimo ir užsienio indėliais iki pareikalavimo), kurie nėra vieninteliai šioje rinkoje ta prasme, kaip auksas yra vienintelis aukso rinkoje ar kviečiai yra vieninteliai kviečių rinkoje. Čia yra kitaip — įvairių valiutų indėliai iki pareikalavimo yra įsigyjami tam, kad būtų galima atlikti mokėjimą kitos šalies valiuta. Taigi JAV prekiautojai ir investitoriai perka Vokietijos markes, nes taip jie gali įsigyti Vokietijoje prieinamas prekes ir vertybinius popierius arba taip jie gali gauti pelno iš markės kylančios vertės.

Kadangi visos užsienio valiutų keitimo operacijos yra tarpinės, vykstančios prieš kitas ekonomines operacijas, kyla klausimas, kaip yra nustatomas valiutos kursas ir kodėl šis kursas taip smarkiai pasikeičia per metus ar net keletą mėnesių; tą kaitą matome ir 28.1 diagramoje. Vienas iš galimų atsakymų yra toks: valiutos kursas yra nacionalinių pinigų kaina, kuri kinta iki lygio, kuriam esant panašių keliose šalyse gaunamų prekių kainos yra maždaug vienodos, skiriasi tiktai dėl pervedimo ar transportavimo išlaidų. Jeigu pagal vyraujančias palūkanų normas panašių prekių kainos keliose šalyse labai daug skirtųsi, prekiautojai pirktų prekes ten, kur jos pigios, ir pervežtų į tas šalis, kur jos brangios, ir iš kainų skirtumo gautų pelno. Tų prekių kainos pirmosiose šalyse pakiltų, o antrosiose — nukristų; kartu pakiltų pirmosios šalies valiutos kaina. Prekių arbitražas truktų tol, kol panašių prekių kainų skirtumai, esant naujam valiutų keitimo kursui, neprašoktų pervedimo ir gabenimo išlaidų. Taigi valiutų kursai sumažintų skirtingų šalių panašių prekių kainų skirtumus.

Šį ryšį tarp įvairiose šalyse parduodamų prekių kainų ir valiutų kursų aiškina **perkamosios galios pariteto teorija**. Kartais panašių prekių kainos keliose šalyse yra lyginamos, remiantis valiutų kursu pagal *absoliučią* šio ryšio *versiją*. Tačiau paprastai prekių kainų lygio keliose šalyse pakitimai

28.1 diagrama. Nedelsiamojo valiutos keitimo kursai. Čia matome aštuonių užsienio valiutų kainų kaitą (palyginti su JAV doleriu). Išskyrus Kanados dolerį, kaita yra nepaprastai didelė



Šaltinis: *OECD Economic Outlook*, 1989, birželis.

yra lyginami su valiutų kursų kaita pagal *santykinę perkamosios galios pariteto (PGP) versiją*; išraiška yra tokia:

$$\dot{C} / \$ = \dot{K}_u / \dot{K}_{JAV};$$

čia $\dot{C}/\$$ yra JAV dolerio keitimo į užsienio valiutą kurso pakitimas, K_U yra kainų lygio užsienio šalyje pakitimas, ir $\dot{K}_{JAV}$ yra kainų lygio JAV pakitimas.

Daug kas teigia, kad valiutų kursai kinta dėl to, kad atitiktų nacionalinių kainų lygį, bet naujausi duomenys tam prieštarauja, tik, žinoma, jei nekalbama apie vienų, o gal net ir apie trejų ar ketverių metų laikotarpį.

8 ir 9 dešimtmetyje, kaip ir 3 dešimtmetyje, valiutų kursų pokyčiai per ketvirtį ar per metus buvo keletą kartų didesni negu atitinkami nacionalinių kainų lygių pokyčiai. Pavyzdžiui, nuo 1979 iki 1985 metų JAV dolerio kursas, išreikštas Vokietijos markėmis ir Japonijos jenomis, išaugo 60 procentų, nors prekių kainų lygis JAV augo greičiau negu Vokietijoje ir Japonijoje. Nuo 1984 m. iki 1988 m. JAV dolerio kursas Vokietijos markėmis nukrito 70 procentų, Japonijos jenomis — 100 procentų, nors infliacija JAV buvo tik truputį didesnė negu Vokietijoje ir Japonijoje.

Tokį didelį ir staigų valiutų kursų kitimą lemia operacijos vertybiniais popieriais. Investitoriai perkelia savo lėšas iš vienų į kitus panašius aktyvus, išreikštus skirtingomis valiutomis, kad gautų pelną iš palūkanų normų skirtumo ir valiutų kursų prognozuojamų pokyčių. Investitoriaus manymu, nedelsiamojo keitimo kursas yra tinkamas tada, kai, esant tam tikrai palūkanų normai už vidaus rinkos vertybinius popierius ir tam tikram numatomam valiutos kurso pokyčiui už panašius užsienio vertybinius popierius, mokamos tokios palūkanos, kad nėra galimybės daug uždirbti, perkėlus lėšas iš vienų vertybinių popierių į kitus. Taigi

$$n_v = n_u + (\dot{E}/E)^*;$$

n_v yra vidaus rinkos vertybinių popierių palūkanų norma, n_u — panašių tokio paties laikotarpio užsienietiškų vertybinių popierių palūkanų norma; ir $(\dot{E}/E)^*$ yra prognozuojamas valiutų kursų pokytis per šių dviejų vertybinių popierių galiojimo laikotarpį. Šis teiginys yra vadinamas **Fišerio teiginiu**, nes jį 3 dešimtmetyje suformulavo Ervingas Fišeris[2].

Jeigu gavę naujos informacijos apie prekybines sąskaitas, palūkanų normas, pinigų pasiūlos augimą arba rinkimines kampanijas, investitoriai padarys išvadą, kad aktyvai markėmis yra ne taip patraukli investicija negu doleriniai aktyvai, jie parduos Vokietijos markėmis išreikštus vertybinius popierius ir pirks dolerinius vertybinius popierius; dėl to markės vertė kris. Vokietijos markės vertė kris tol, kol pelnas, gaunamas iš Vokietijos markėmis išreikštų vertybinių popierių (pakoreguotas pagal prognozuojamą valiu-

[2] Tyrėjai dažnai painioja palūkanų normų pariteto teoremą su Fišerio teiginiu: pirmoji rodo arbitražo efektyvumą tuo atveju, kai visos vertės yra žinomos, o Fišerio teiginys — sprendimus investuoti, kai aplinkybės neaiškios.

tų kursą), neims žymiai skirtis nuo pelno, gaunamo iš JAV doleriais išreikštų vertybinių popierių.

Prognozuojamas valiutų kursų pasikeitimas *(Ė/E)** priklauso tiek nuo to, kaip investitoriai prognozuoja nedelsiamojo keitimo kursą įvairiomis ateities dienomis, tiek ir nuo esamojo nedelsiamojo keitimo kurso. Jeigu prognozuojamas valiutų kursų pokytis yra lygus pinigų rinkos palūkanų skirtumui, tada yra pusiausvyra; jeigu investitoriai tiki, kad $n_v \neq n_u + (Ė/E)^*$, tada, artėjant prie pusiausvyros, gali keistis esamasis bei prognozuojamas nedelsiamojo valiutų keitimo kursai ir užsienio arba vidaus pinigų rinkos palūkanos. Prognozuojamasis nedelsiamojo keitimo kursas greičiausiai nepasikeis tuo atveju, jei jis yra nustatytas pagal vidaus ir užsienio kainų lygių prognozes. Gali įvykti kai kurių vienos ar abiejų palūkanų normų pokyčių, jei investitoriai perkels savo lėšas iš vienos pinigų rinkos į kitą; žinoma, perkeltų lėšų kiekis gali būti nedidelis, palyginti su abiejų pinigų rinkų dydžiais. Taigi daugelis į pusiausvyrą kreipiančių nedelsiamojo keitimo kurso pokyčių rodo, kad šie pokyčiai gali būti daug didesni negu pokyčiai, priklausantys nuo įvairių šalių nacionalinių kainų lygių kaitos.

VALIUTŲ KURSŲ SVYRAVIMO ANALIZĖ

Valiutų kursų pokyčiai atspindi pinigų sistemos ir nepinigų sistemos, t. y. struktūrinius, svyravimus; pagrindinis skirtumas yra tas, kad pinigų sistemos pokyčiai siejasi su palūkanų normų pasikeitimais. Sakykime, investitorius į Vokietijos markėmis išreikštus vertybinius popierius tampa „meška"*, nors šių ir JAV doleriais išreikštų panašių vertybinių popierių palūkanų normos yra tokios pačios. Jei tokių poelgių padaugėtų, tai padidėtų markėmis išreikštų vertybinių popierių palūkanų normos ir sumažėtų markės nedelsiamojo keitimo kursas. Jeigu markėmis išreikštų vertybinių popierių palūkanų normos nepakils, tada markės nedelsiamojo keitimo kursas galbūt staigiai keisis ir artės prie prognozuojamo lygio.

Ir atvirkščiai, sakysime, Vokietijos federacinis bankas laikosi griežtos pinigų politikos, ir markėmis išreikštų vertybinių popierių palūkanų normos didėja. O prognozuojamas nedelsiamojo keitimo kursas nepasikeičia gal dėl to, kad investitoriai mano, jog griežtos pinigų politikos bus atsisakyta. Tada dėl aukštesnės palūkanų normos investitoriai pirktų markėmis išreikštus aktyvus, ir Vokietijos markės vertė išaugtų. Kadangi Vokietijos markėmis išreikštų vertybinių popierių palūkanų normos yra aukštesnės negu JAV doleriais išreikštų vertybinių popierių, tik vienas veiksnys gali sulyginti investitorių pelną, kuris gaunamas iš Vokietijos markėmis ir JAV doleriais išreikštų vertybinių popierių — markės vertės sumažėjimas. Paradoksalu,

* Rinkos dalyvis, kuris, manydamas vertybinių popierių kainas mažėsiant, parduoda juos, kad vėliau atpirktų žemesnėmis kainomis. — Red. past.

kad išaugus markėmis išreikštų vertybinių popierių palūkanų normoms, staiga ir nenumatytai padidėja markės vertė, o vėliau ji daug lėčiau krinta, ir prognozuojama, kad metinis nuvertėjimas bus lygus skirtumui tarp markėmis ir doleriais išreikštų aktyvų palūkanų normų.

Kainų kaita kitose finansinėse (akcijų ir obligacijų) ir kviečių, sojos pupelių bei aukso rinkose irgi yra didelė ir atitinka pokyčius valiutų rinkoje. Bet kuriuo metu nedelsiamojo sandėrio kainos tose rinkose sudaro pusiausvyrą su prognozuojamomis kainomis, diskontuotomis to meto palūkanų normos dydžiu. Valiutų keitimo rinkoje diskonto norma — tai skirtumas tarp pinigų rinkos palūkanų normų už panašius vertybinius popierius, išreikštus skirtingomis valiutomis. Pavyzdžiui, JAV doleriais išreikštų iždo vekselių palūkanų norma yra 10 procentų, Vokietijos markėmis išreikštų iždo vekselių palūkanų norma yra 8 procentai, o diskonto norma yra 2 procentai per metus. Jeigu jų prognozuojamos vertės yra nepakitusios, tada per kiekvieną savaitę ir kiekvieną mėnesį JAV dolerio kaina, išreikšta Vokietijos markėmis, privalo išaugti 2 metiniais procentais, kitaip tariant, 0,166 procento per mėnesį arba 0,038 procento per savaitę, arba 0,0055 procento per dieną. Netgi silpna valiuta, kurios vertė nukrinta 20 procentų per metus, vidutiniškai per dieną nuvertėja po 0,0624 procento, o tai daug mažiau negu mūsų apžvelgti valiutų kursų kasdieniniai pokyčiai. Kursų pasikeitimai per dieną ar per savaitę yra daug kartų didesni, negu vidutiniai valiutų vertės pasikeitimai; taip yra tikriausiai dėl to, kad šie pakitimai atspindi greitą kursų prognozių kaitą.

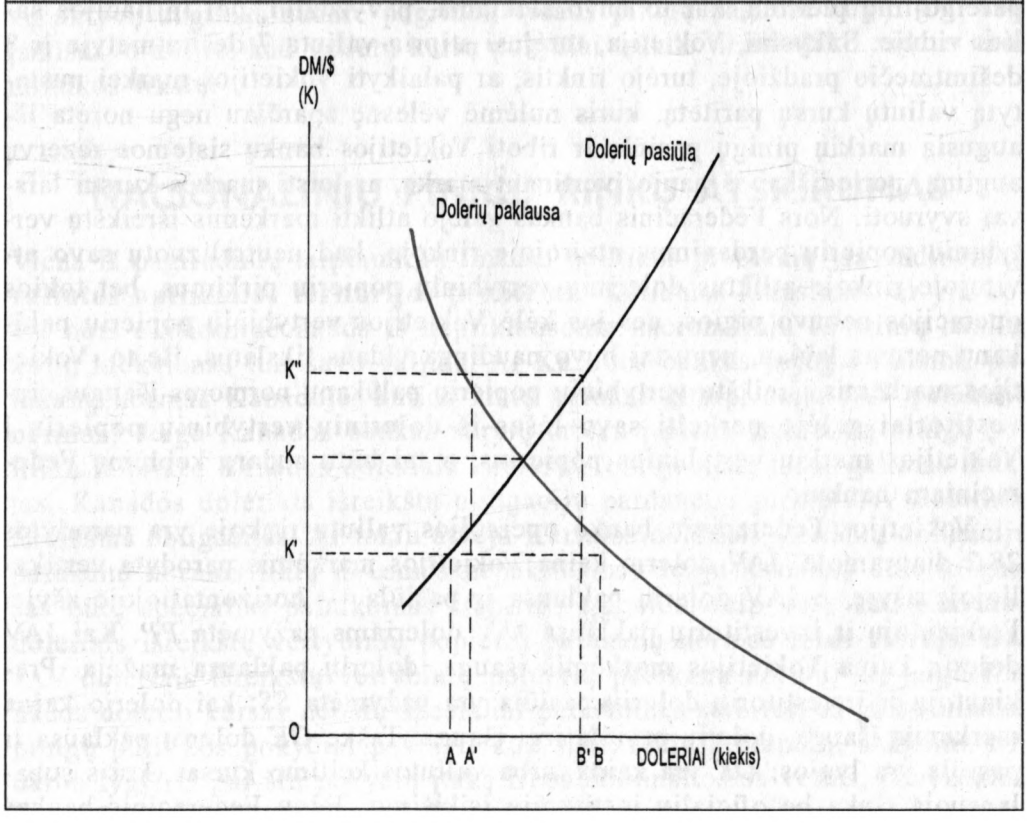
Valiutos kursų prognozes veikia daug veiksnių, tarp kitų ir tai, kokio dydžio infliaciją investitorius prognozuoja, kaip jis vertina dabartinį ir būsimą pinigų pasiūlos augimą. Taigi prekiautojai ir investitoriai iš naujausių vidaus ir užsienio rinkos kainų pasikeitimų gali numatyti būsimas nacionalines kainas ir būsimus nedelsiamojo valiutos keitimo kursus. Pinigų pasiūlos augimo pokyčiai irgi gali būti naudojami prognozuojant nacionalines kainas, kurios savo ruožtu lemia būsimų valiutų kursų prognozes.

Kai kurie tyrėjai mano, kad Vokietijos markės vertė kyla tuomet, kai JAV pinigų politika labiau krypsta į plėtrą arba kai Vokietijos pinigų politika darosi labiau ribojamoji. Kai skirtumas tarp palūkanų normų pakinta, JAV dolerio kaina Vokietijos markėmis gali labai pasikeisti. Jeigu investitoriai stengiasi numatyti prognozuojamus nedelsiamojo keitimo kursus, tada numatomi valiutų kursų pokyčiai per dvejus ar trejus metus procentine išraiška gali būti daug didesni negu skirtumas tarp palūkanų normų. Sakykime, JAV pinigų politika labiau krypsta į plėtrą, ir JAV doleriais išreikštų aktyvų palūkanų normos nukrinta 1 dešimtąja procento. Jeigu investitoriai mano, kad palūkanų normos tokio dydžio išliks dvejus metus, tada Vokietijos markės vertė nedelsiamojo keitimo rinkoje gali išaugti 2 procentais, kad sulygintų prognozuojamą Vokietijos markėmis ir JAV doleriais išreikštų trumpalaikių vertybinių popierių pelną.

KAIP CENTRINIS BANKAS KIŠASI Į VALIUTŲ KEITIMO RINKĄ

Per pastaruosius 100 metų didžiųjų šalių valiutos daugiausia buvo susietos viena su kita; taip buvo pirmiausia todėl, kad visos valiutos turėjo aukso paritetą. Po II pasaulinio karo daugelis šalių nustatė savo valiutų paritetus JAV doleriais. Pagal Bretono Vudso susietų valiutų kursų sistemą kiekvienas centrinis bankas įsipareigojo riboti savo valiutos kainos (kurso) kitimą palyginti su paritetu iš pradžių 1/4 procento dalimi į vieną ir kitą pusę, vėliau 1 procentu, dar vėliau 2 ir 1/4 procento. Valiutos kursas galėjo laisvai kisti šiose ribose, nors daugelio šalių pinigų sistemos organai įsikišdavo net ir tose ribose tam, kad išlygintų kurso kitimą, kuris vyksta kiekvieną dieną ir net kiekvieną valandą.

28.2 diagrama. Valiutų keitimo rinka. Mūsų pavyzdyje parodyta, kokią dolerių rinką turi Vokietijos Federacinis bankas. Jeigu jis nustatytų K'' dydžio markės kursą, Vokietija turėtų mokėjimų perviršį; taške K' Vokietija turėtų mokėjimų deficitą. Taške K rinka susibalansuoja be oficialių institucijų įsikišimo



Įsikišimas liečia nacionalinės valiutos indėlių iki pareikalavimo pirkimą ir pardavimą už užsienio valiutą, dažniausiai už JAV dolerius. Centrinis bankas buvo įpareigotas apsaugoti savo valiutos vertės kritimą žemiau ir išaugimą aukščiau jo palaikomų ribų. Centrinis bankas turėtų pirkti savo valiutą iš valiutų keitimo rinkoje veikiančių komercinių bankų ir parduoti jiems JAV dolerius. Tokios operacijos iš tikrųjų buvo atvirosios rinkos operacijos su doleriniais indėliais iki pareikalavimo, o ne vidaus obligacijomis. Tokios operacijos sumažindavo gyventojams išduotus centrinio banko vidaus įsipareigojimus.

Centrinio banko pajėgumas apsaugoti savo valiutą nuo smukimo priklausė nuo to, kiek jis turi JAV dolerių, ir kiek JAV dolerių gali pasiskolinti. Net ir tada, kai šalies pinigų sistemos organai turėjo pakankamai užsienio valiutos, kad galėtų įsikišti, jos noras paremti savo valiutą valiutų keitimo rinkoje galėjo nesiderinti su pastangomis vykdyti labiau į plėtrą nukreiptą pinigų politiką, kuria siekiama vidinių ekonominių tikslų.

Kai šalies valiuta buvo stipri, jos centrinis bankas buvo įpareigotas parduoti daugiau savo valiutos tam, kad jos vertė valiutų rinkoje daugiau nekiltų. Iš tikrųjų šis centrinis bankas pirkdavo dolerių atvirojoje rinkoje ir tą pirkimą finansuodavo didindamas savo piniginius įsipareigojimus. Tokie pirkimai atvirojoje rinkoje galėjo sutrukdyti jam riboti savo piniginių įsipareigojimų plėtimą, kai to buvo siekiama, pavyzdžiui, dėl infliacijos šalies viduje. Sakysim, Vokietija, turėjusi stiprią valiutą 7 dešimtmetyje ir 8 dešimtmečio pradžioje, turėjo rinktis, ar palaikyti Vokietijos markei nustatytą valiutų kursų paritetą, kuris nulėmė vėlesnę sparčiau negu norėta išaugusią markių pinigų pasiūlą ir riboti Vokietijos bankų sistemos rezervų augimą, periodiškai iš naujo įvertinant markę, ar leisti markės kursui laisvai svyruoti. Nors Federacinis bankas galėjo atlikti markėmis išreikštų vertybinių popierių pardavimus atvirojoje rinkoje, kad neutralizuotų savo atvirojoje rinkoje atliktus dolerinių vertybinių popierių pirkimus, bet tokios operacijos nebuvo pigios, nes jos kėlė Vokietijos vertybinių popierių palūkanų normas labiau, negu tai buvo naudinga vidaus tikslams. Be to, Vokietijos markėmis išreikštų vertybinių popierių palūkanų normoms išaugus, investitoriai galėjo perkelti savo lėšas iš dolerinių vertybinių popierių į Vokietijos markių vertybinius popierius, o tai būtų sudarę keblumų Federaciniam bankui.

Vokietijos Federacinio banko operacijos valiutų rinkoje yra parodytos 28.2 diagramoje. JAV dolerio kaina Vokietijos markėmis parodyta vertikaliojoje ašyje, o JAV dolerių paklausa ir pasiūla — horizontaliojoje ašyje. Prekiautojų ir investitorių paklausa JAV doleriams pažymėta *PP*. Kai JAV dolerio kaina Vokietijos markėmis išauga, dolerių paklausa mažėja. Prekiautojų ir investitorių dolerių pasiūla yra pažymėta *SS*; kai dolerio kaina markėmis išauga, dolerių pasiūla irgi išauga. Taške *OK* dolerių paklausa ir pasiūla yra lygios; *OK* yra kaina, arba valiutos keitimo kursas, kuris subalansuoja rinką be oficialių institucijų įsikišimo. Jeigu Federacinis bankas

nustatytų *OK'* markės kursą, dolerių paklausa būtų didesnė už pasiūlą, ir Federacinis bankas turėtų parduoti dolerių kiekį *AB* kiekvienu laikotarpiu, ir Vokietija turėtų mokėjimų deficitą. O jeigu būtų nustatytas *OK''* markės kursas, Federacinis bankas turėtų pirkti *A'B'* dolerių, ir Vokietija turėtų mokėjimų perteklių.

7 dešimtmečio pabaigoje ir 8 dešimtmečio pradžioje Vokietijos markės pariteto palaikymas ėmė kirstis su Vokietijos vidiniais ekonominiais tikslais. Buvo manoma, kad tokio konflikto neįvyktų esant svyruojančio valiutos kurso sistemai, nes valiutos kursai neutralizuotų bet kurią mokėjimų perviršio ar deficito tendenciją. Pinigų politika būtų siekiama tik vidaus tikslų; Vokietijos markės kurso pokyčiai nuolat garantuotų Vokietijos įplaukų ir išmokų tolygumą. Kadangi Federacinis bankas neatlikinėtų valiutos keitimo operacijų atvirojoje rinkoje, tai iš dalies ar visiškai susibalansuotų jo vidaus rinkos vertybinių popierių atvirosios rinkos operacijos.

Nors paradoksalu, bet centrinio banko intervencijos į valiutų keitimo rinką svyruojančio valiutos kurso laikotarpiu buvo daug didesnės — bent jau tai rodo jo tarptautinių rezervų pokyčiai. Kai kurie centriniai bankai kišosi tam, kad ribotų ar lygintų kiekvienos dienos ar savaitės savo valiutų vertės kitimą valiutų rinkoje. Kai kurie įsikišdavo, nes norėjo padidinti savo tarptautinių rezervų aktyvus; kai kuriose iš tų šalių tarptautinių rezervų aktyvų augimas sudarė pagrindą vidaus pinigų pasiūlai augti. Dar kiti įsikišdavo dėl to, kad valiutų kursų pokyčiai trukdė jiems siekti vidaus ekonomikos tikslų.

NACIONALINIŲ PINIGŲ RINKŲ ATSKIRUMAS

Viena iš pagrindinių tarptautinių finansų politikos problemų yra vadinamoji **valiutos optimalios teritorijos problema**. Keliamas klausimas, ar yra kokia nors ekonominė nauda iš nepriklausomų nacionalinių centrinių bankų, kurių kiekvienas turi savo valiutą. Ar Kanados bankas pajėgia nulemti palūkanų normas Kanadoje, kurios kistų gerokai kitaip, negu JAV palūkanų normos? Jeigu Kanados bankas varytų labiau į plėtrą nukreiptą pinigų politiką ir pirktų Kanados doleriais išreikštas obligacijas, tada, galimas daiktas, Kanados doleriais išreikštų obligacijų pardavėjai pirktų JAV doleriais išreikštas obligacijas. Ar tokiu atveju Kanados doleriais išreikštų obligacijų palūkanų normos liktų iš esmės nepakitusios? Jeigu Kanados dolerio kursas būtų specialiai palaikomas stabilus, ar galėtų taip būti, kad Kanados doleriais išreikštų vertybinių popierių palūkanų normos labai skirtųsi nuo JAV doleriais išreikštų vertybinių popierių palūkanų normų? Ir, jeigu Kanados dolerio kursas nebūtų specialiai palaikomas stabilus, ar gali Kanados pinigų politikos pokyčiai paveikti kurį nors realų kintamąjį, sakysim, nedarbo lygį? O gal šių pokyčių įtaką ribos nominaliosios vertės, pavyzdžiui, kainų lygis ir valiutos kursas Kanadoje?

Nacionalinės pinigų sistemos savarankiškumas priklauso nuo to, ar investitoriai yra tvirtai įsitikinę, kad visais atžvilgiais vienodi (išskyrus tai, kokia valiuta išreikšti) aktyvai iš tiesų yra artimi, tikslūs ir geri vienas kito pakaitalai. Jeigu investitoriai mano, kad tie aktyvai yra tikslūs vienas kito pakaitalai, nacionalinės pinigų rinkos gali būti integruotos. Ir atvirkščiai, jeigu investitoriai mano, kad jie nėra tikslūs vienas kito pakaitalai, nacionalinės pinigų rinkos yra atskirtos. Sandėrių išlaidos gali sulaikyti investitorius nuo lėšų perkėlinėjimo į skirtingomis valiutomis išreikštus aktyvus; be to, nenorą perkėlinėti lėšas gali lemti ir valiutų keitimo kontrolė. Nuo tokių perkėlinėjimų gali būti susilaikoma ir dėl valiutų keitimo rizikos, kai investitoriai netikri dėl būsimųjų keitimo kursų arba dėl politinės rizikos, kai neaišku, kokie bus valiutos keitimo kontrolės pokyčiai. Investitoriai yra linkę perkelti lėšas, kad gautų pelno iš palūkanų normų skirtumo tik tuomet, kai jiems yra kompensuojama už su tuo susijusias išlaidas ir riziką. Panašių aktyvų, išreikštų įvairiomis valiutomis, palūkanų normų skirtumas, apskaičiuotas atsižvelgiant į prognozuojamus valiutų kursų pokyčius, bent jau negali prašokti sandėrio išlaidų ir mokesčio, kurio investitoriai reikalauja už riziką, susijusią su lėšų judėjimu per valiutos teritorijų sienas.

Sandėrių išlaidos valiutų keitimo rinkoje yra nedidelės ir net visai mažos, ypač didelėms tarptautinėms firmoms; šios išlaidos mažos ir pagrindiniams tarptautiniams bankams. Sandėrių išlaidas sudaro du komponentai: firmos išorinės išlaidos, t. y. tikrosios užsienio valiutos pirkimo ir pardavimo išlaidos, ir firmos vidinės išlaidos — užsienio valiutos keitimo ar tarptautinių piniginių investicijų organizavimo išlaidos. Komercinių klientų išlaidos yra apskaičiuojamos pagal pirkimo ir pardavimo kainų atotrūkį — skirtumą tarp kainų, už kurias prekiautojai ir investitoriai tam tikru momentu galėtų pirkti ir už kurias galėtų parduoti palyginti didelį valiutos kiekį, sakykime, nuo 3 iki 5 milijonų dolerių. Komercinių klientų išlaidos valiutų keitimo rinkoje yra daug mažesnės, negu išlaidos, kurias jie turėtų operuodami tokiomis pat sumomis kitose rinkose, pavyzdžiui, vyriausybinių vertybinių popierių rinkoje arba akcijų rinkoje. Priklausomai nuo valiutos rūšies, mokėjimų pagal išankstinius sandėrius terminų 1 milijono dolerių sandėrio išlaidos būtų nuo 100 iki 500 dolerių, t. y. nuo 0,01 iki 0,05 procento. Stabilesnių valiutų sandėrių išlaidos yra mažesnės; taigi Kanados dolerio kainų atotrūkis yra mažesnis negu D. Britanijos svaro sterlingų, Vokietijos markės ir kitų Europos valiutų bei Japonijos jenos. Išankstinių sandėrių su palyginti ilgais mokėjimo terminais (ilgesniais kaip šešių mėnesių) išlaidos yra didesnės negu sandėrių su trumpesniais mokėjimo terminais; nedelsiamųjų sandėrių išlaidos yra mažesnės negu išankstinių sandėrių. Tos išlaidos yra per mažos, kad rodytų, ar mokėjimai yra techniškai naudingi, ar sandėrių pobūdis iš esmės nesudaro rizikos, ar sandėriai yra dideli.

Sandėrių tarp bankų išlaidos valiutų keitimo rinkoje yra mažesnės negu bankų sandėrių su klientais, mat tarpbankiniai sandėriai yra ne taip rizikingi. Mažesnės bankų negu jų komercinių klientų išlaidos reiškia, kad bankai turi pranašumų potencialaus pelno srityje.

Sunkiau yra apskaičiuoti investitorių reikalaujamus mokesčius už valiutos keitimo riziką ir už politinę riziką. Kyla klausimas, ar firmos tikrai bijo rizikos ir imdamosios tos rizikos reikalauja mokesčio. Kai kas mano, kad firmos yra (ar privalo būti) nejautrios rizikai ir siekia maksimizuoti pelną; bet jei taip būtų, jos nereikalautų specialių mokesčių už rizikavimą. Net jei firmos vengia rizikos, išlaidos, kurias jos patirtų išaugus jų turimam užsienio valiutos kiekiui, būtų nedidelės per ilgą laikotarpį, o gal net ir per trumpą laikotarpį. Be to, firmos gali susilaikyti nuo tarptautinio lėšų perkėlimo, nes negali tiksliai įvertinti, kiek tai kainuos.

Nacionalinės finansinės rinkos yra labiau atskiros, negu tai galima būtų paaiškinti sandėrių išlaidomis, valiutų keitimo ar politine rizika. Atskirumas teikia tam tikrą nacionalinę pinigų politikos nepriklausomybę, esant specialiai palaikomiems stabiliems valiutų keitimo kursams. Jeigu ilgainiui prekiautojai ir investitoriai įgis daugiau žinių apie tai, kokį pelną galima gauti atitinkamai keičiant aktyvų ir pasyvų valiutų derinius, apie to dalyko riziką ir išlaidas, tada nacionalinių pinigų rinkos būtų ne tiek atskirtos viena nuo kitos ir pinigų politikos pokyčiai ne tiek veiktų realių kintamųjų kaitą.

MOKĖJIMŲ BALANSO SĄSKAITOS

Duomenys apie šalies tarptautinius sandėrius yra pateikiami **mokėjimų balanso sąskaitose**, t. y. tam tikro laikotarpio (ketvirčio, metų) sandėrių, vykusių tarp nuolatinių šalies gyventojų ir ne jos gyventojų, **išmokų ir įplaukų įrašuose, daromuose pagal svarbiausias sandėrių rūšis**. 28.3 lentelė susumuoja JAV 1986 m., 1987 m. ir 1988 m. sandėrius.

Šios sąskaitos buvo kuriamos pagal dvigubų įrašų sąskaitybos principus. Visi sandėriai yra pasikeitimas tolygiomis vertėmis: kiekvienam prekės, paslaugos ar vertybinio popieriaus importui turi būti atitinkamas prekės, paslaugos ar vertybinio popieriaus eksportas — mokėjimų balanso sąskaitose turi būti pusiausvyra. Kai JAV firmos importuoja škotišką viskį, kad susimokėtų, jos turi eksportuoti dolerius, paprastai indėlių iki pareikalavimo forma. JAV mokėjimų balanso sąskaitos rodo JAV indėlių iki pareikalavimo eksporto didėjimą ir prekių importo didėjimą. D. Britanijos mokėjimų sąskaitos, atvirkščiai, rodo prekių eksporto didėjimą ir indėlių iki pareikalavimo importo didėjimą.

Duomenys mokėjimų balanso sąskaitų įrašams yra gaunami įvairiais būdais. Duomenys apie prekių importą ir eksportą gaunami iš JAV muitus renkančių įstaigų. Duomenys apie turistų išlaidas yra apskaičiuojami apklausiant keliautojus. Duomenys apie vertybinių popierių eksportą yra gaunami iš bankų ir brokerinių firmų ataskaitų. Kadangi nelabai tikėtina, jog visų per kalendorinį ketvirtį ar kalendorinius metus užregistruotų įplaukų suma bus lygi visų užregistruotų išmokų sumai, susidaro statistinis neati-

28.3 lentelė. JAV tarptautinių sandėrių suvestinė (milijonais dolerių; ketvirčių duomenys yra patikslinti pagal sezonus, išskyrus pažymėtus atvejus[a])

Kredito ar debeto įrašai	1986	1987	1988
1 Einamosios sąskaitos balansas	– 138 827	– 153 964	– 135 332
2 Pagal sezonus netikslintas	- - -	- - -	- - -
3 Prekybos balansas[b]	– 144 547	– 160 280	– 126 525
4 Prekių eksportas	223 969	249 570	319 905
5 Prekių importas	– 368 516	– 409 850	– 446 430
6 Grynieji kariniai sandėriai	– 4372	– 2369	– 4229
7 Grynosios investicijų pajamos	23 143	20 374	2602
8 Kiti grynieji paslaugų sandėriai	2257	1755	6404
9 Perlaidos, pensijos ir kiti pervedimai	– 3571	– 3434	– 3531
10 JAV vyriausybės neatlygintina pagalba (neįskaitant karinės)	– 11 738	– 10 011	– 10 052
11 Grynasis JAV vyriausybės aktyvų (išskyrus oficialiųjų rezervų aktyvus) pokytis (padidėjimas, –)	– 2000	1162	3641
12 JAV oficialiųjų rezervų aktyvų pokytis (padidėjimas, –)	312	9149	3566
13 Auksas	0	0	0
14 Specialiosios skolinimosi teisės (SST)	– 246	– 509	474
15 Rezervų Tarptautiniame valiutos fonde pozicija	1500	2070	1025
16 Užsienio valiutos	– 942	7588	– 5064
17 JAV privačių aktyvų užsienyje pokytis (padidėjimas, –)	– 96 303	– 86 297	– 92 029
18 Bankų užregistruoti skoliniai įsipareigojimai[c]	– 59 975	– 40 531	– 57 493
19 Nebankinių įstaigų užregistruoti skoliniai įsipareigojimai	– 4220	3145	– 6627
20 JAV grynasis užsienio vertybinių popierių įsigijimas	– 4297	– 4456	– 7474
21 JAV grynosios tiesioginės investicijos užsienyje	– 27 811	– 44 455	– 20 435
22 Oficialių užsienio aktyvų Jungtinėse Valstijose pokytis (padidėjimas, +)	35 507	44 968	39 012
23 JAV iždo vekseliai	34 364	43 361	41 703
24 Kiti JAV vyriausybės įsipareigojimai	– 1214	1570	1351
25 Kiti JAV vyriausybės pasyvai	2054	– 2824	– 1278
26 Kiti JAV bankų užregistruoti JAV pasyvai[c]	1187	3901	– 269
27 Kiti neoficialūs užsienio aktyvai[e]	–884	–1040	–2495
28 Privačių užsienio aktyvų Jungtinėse Valstijose pokytis (padidėjimas, +)	185 746	166 522	171 726
29 JAV bankų užregsitruoti pasyvai[c]	79 783	87 778	78 877
30 Nebankinių JAV įstaigų užregistruoti pasyvai	– 2906	2150	3778
31 Užsienio šalių privatus grynasis JAV iždo vertybinių popierių pirkimas	3809	– 7596	19 886
32 Užsienio grynasis kitų JAV vertybinių popierių pirkimas	70 969	42 213	26 961
33 Grynosios tiesioginės užsienio investicijos Jungtinėse Valstijose	34 091	41 977	42 224

Tęsinys

34 Specialiųjų skolinimosi teisių (SST) paskirstymas	0	0	0
35 Neatitikimas	15 566	18 461	16 548
36 Dėl tikslinimo pagal sezonus	- - -	- - -	- - -
37 Statistinis užregistruotų duomenų neatitikimas prieš tikslinimą pagal sezonus	15 566	18 461	16 548
KITI ĮRAŠAI			
Oficialių aktyvų pokyčiai			
38 JAV oficialių rezervų aktyvai (padidėjimas, –)	312	9149	– 3566
39 Užsienio oficialūs aktyvai Jungtinėse Valstijose (padidėjimas, +), neįskaitant 25 eilutės	33 453	47 792	40 290
40 Naftą eksportuojančių šalių organizacijos oficialių aktyvų Jungtinėse Valstijose pokytis (22 eilutės dalis)	– 9327	– 9956	– 2909
41 Pervedimai pagal karinės pagalbos programas (neįskaitant 4, 6 ir 10 eilučių)	101	58	86

[a] Sezoninių veiksnių įtaka 6, 10, 12–16, 18–20, 22–34 ir 38–41 eilutėse nėra įskaičiuojama.
[b] Duomenys pateikiami remiantis tarptautinėmis sąskaitomis. Skiriasi nuo surašymo bazės duomenų pagal apimtį ir laiką. Karinis eksportas įtrauktas ne į prekių eksporto eilutę, o į 6 eilutę.
[c] Pateikiantys ataskaitas bankai — tai visų rūšių indėlių įstaigos, taip pat komerciniai bankai bei kai kurie brokeriai ir dyleriai.
[d] Pirmiausia susiję su karinio pardavimo sandėriais ir kitais pervedimais, atliekamais kartu su oficialiomis užsienio agentūromis ar per jas.
[e] Susideda iš investicijų į JAV korporacijų akcijas bei privačių korporacijų, valstijų ir vietinės valdžios vertybinius popierius.

Šaltiniai: Departament of Comerce. Bureau of Economic Analysis. Survey of Current Business; įvairūs kiti leidiniai.

tikimas, žymimas 35 eilutėje. Šis įrašas reiškia likutį, t. y. neatitikimą tarp užregistruotų išmokų ir užregistruotų įplaukų (skirtumas tarp įplaukų ir išmokų yra pridedamas prie mažesniojo skaičiaus, kad abi vertės būtų lygios viena kitai).

Milijonai tarptautinių sandėrių yra sumuojami ir sudaro tris pagrindines kategorijas, arba grupes. Prekybos balansas (3 eilutė) yra skirtumas tarp prekių eksporto ir importo verčių; importas paprastai vertinamas pagal kainą savo teritorijoje, todėl importo vertė čia didesnė negu eksportuojančios šalys pateikia ataskaitoje — didesnė tokia suma, kokią sudaro krovinio draudimo ir gabenimo išlaidos (CIF — cargo insurance and freight). Jeigu prekių eksporto vertė prašoka prekių importo vertę, šalis turi prekybos perviršį (aktyvų prekybos balansą). Einamosios sąskaitos balansas (1 eilutė) apima visus prekių sandėrius, taip pat visus paslaugų sandėrius, tokius kaip transportavimo, turizmo, mokesčių už honorarus ir licencijas, filmų nuomos, pajamų iš investicijų, privačių perlaidų (pavyzdžiui, socialinio draudimo mokesčių), įvairios neatlyginamos pagalbos (pavyzdžiui, religinės labdaros) ir kitos pagalbos užsieniui.

Neįtrauktiesiems į einamosios sąskaitos balansą tarptautiniams sandėriams būdinga tai, kad tai yra aktyvų ar vertybinių popierių sandėriai su ne tos šalies gyventojais — investicijos į akcijas, tiesioginės investicijos ir neduodantys palūkanų indėliai iki pareikalavimo; piniginio aukso, vyriausybės vertybinių popierių ir obligacijų sandėriai yra įtraukti į kapitalo sąskaitos balansą. 11–33 eilutės apima įvairius kapitalo sąskaitų sandėrius.

Svarbiausias spekuliatyvus ryšys mokėjimų balanso sąskaitose yra ryšys tarp einamosios sąskaitos balanso ir kapitalo sąskaitos balanso; visi tarptautiniai sandėriai yra įtraukti į kurio nors vieno iš šių balansų apskaitą ir nė vienas nėra įtrauktas į abiejų. (Nors užsienio investicijų pirkimai yra kapitalo sąskaitoje, o dividendai ir palūkanos iš šių investicijų yra einamojoje sąskaitoje, tai yra atskiri sandėriai, net ir laiko atžvilgiu.) Dėl dvigubo registravimo einamosios sąskaitos perviršis reiškia tokio pat aritmetinio dydžio deficitą kapitalo sąskaitoje. Taigi, jeigu Jungtinės Amerikos Valstijos turi einamosios sąskaitos deficitą (JAV prekių ir paslaugų importas didesnis už JAV prekių ir paslaugų eksportą), teoriškai imant, JAV būtinai turi turėti kapitalo sąskaitos perviršį, taigi vertybinių popierių eksportas turi būti didesnis už vertybinių popierių importą. JAV kaip grynojo tarptautinio skolininko pozicija didėja.

Trečioji pagrindinė grupė yra mokėjimų saldas, kuris vienu metu buvo laikomas šalies gerovės matu tarptautiniu mastu; šis saldas yra 38 ir 39 eilučių suma. Mokėjimų perviršis buvo laikomas sėkmingos ekonomikos plėtotės rodikliu, o mokėjimų deficitas — nelabai sėkmingos plėtotės rodikliu (taip buvo manoma gal dėl to, kad mokėjimų deficitas asocijuojasi su vidine infliacija). Iš pradžių mokėjimų perviršis buvo siejamas su aukso įplaukomis, o mokėjimų deficitas — su sumažėjusiomis aukso atsargomis. Vėliau sandėriai su kitų rūšių aktyvais (įskaitant likvidžius aktyvus, išreikštus pagrindinėmis valiutomis, ir skolų įsipareigojimus Tarptautiniam valiutos fondui) buvo įtraukti apskaičiuojant mokėjimų saldą.

Įrašas *mokėjimų saldas* kartais buvo laikomas *finansavimo sandėrių suma*; tarptautiniai sandėriai yra arba savarankiški, arba išvestiniai (priverstiniai) sandėriai, o pastarieji ir laikomi *mokėjimų saldu*. Pagal dvigubų įrašų sąskaitybos principą įrašas, rodantis savarankiško mokėjimo dydį, visada yra lygus įrašui, rodančiam išvestinio mokėjimo dydį, tik su priešingu ženklu. Taigi, jeigu JAV prekių, paslaugų ir ilgalaikių vertybinių popierių eksportas yra didesnis už JAV prekių, paslaugų ir ilgalaikių vertybinių popierių importą, tada yra perviršis JAV savarankiškųjų sandėrių sąskaitoje ir turi būti deficitas išvestinių sandėrių sąskaitoje — JAV piniginio aukso ir užsienio valiutų rezervų importas yra didesnis už JAV piniginio aukso ir užsienio valiutų rezervų eksportą.

Yra ir kita nuomonė: mokėjimų saldas yra pinigų sistemos organų atliekamų piniginių operacijų (operacijų su likvidžiais aktyvais, įskaitant auksą) suma. Šalis, turinti mokėjimų perviršį, importuoja piniginius aktyvus. Iš tikrųjų ta šalis turi pinigų sąskaitos deficitą: jos pinigų importas yra didesnis už pinigų eksportą. Trumpas paaiškinimas yra toks: šalies mokėjimų

perviršis ar deficitas turi būti apskaičiuojamas pagal centrinio banko tarptautinių piniginių rezervų pokyčius.

Per pastaruosius dvidešimt metų įvairios JAV vyriausybės žinybos diskutavo, kokie sandėriai turi būti įtraukiami skaičiuojant JAV mokėjimų saldą. Iki 1964 m. skaičiuojant mokėjimų saldą buvo įtraukiami doleriais išreikštų likvidžių aktyvų atsargų pokyčiai užsienio komerciniuose bankuose, pas užsienio privačius asmenis ir užsienio centriniuose bankuose. Po 1964 m. valdžia priėjo prie išvados, kad turėtų būti įtraukiami tik užsienio finansų valdžios struktūrų pinigų sandėriai. Sprendimas neįtraukti likvidžių dolerinių aktyvų atsargų užsienio komerciniuose bankuose ir pas privačius asmenis nulėmė tai, kad skaičiuojamasis JAV mokėjimų deficitas sumažėjo. Jungtinės Amerikos Valstijos nuolat eksportavo pinigus, nes buvo paklausa — toms užsienio subjektų grupėms nuolat reikėjo doleriais išreikštų aktyvų. Perėjus prie svyruojančių valiutų kursų sistemos, JAV valdžia pakeitė požiūrį į mokėjimų saldo reikšmę.

SANTRAUKA

1. Kadangi pasaulyje yra daugybė valiutų, būtinai reikalinga valiutų keitimo rinka. Aktyvai, kuriais prekiaujama šioje rinkoje, yra indėliai iki pareikalavimo, išreikšti įvairiomis valiutomis. Jų kaina yra tos valiutos kursas.
2. Londonas yra pagrindinis valiutų prekybos centras pasaulyje; Niujorkas yra antrasis pagal dydį centras.
3. Dauguma valiutų keitimo sandėrių yra arba išankstiniai sandėriai, pagal kuriuos indėliai keičiami nustatytais terminais po tam tikro dienų skaičiaus, arba pasikeitimo sandėriai, pagal kuriuos išankstinis sandėris derinamas su nedelsiamojo keitimo sandėriu.
4. Išankstiniai valiutos keitimo sandėriai sudaromi bankuose; jų nereikia painioti su valiutos sandėriais ateičiai, pagal kuriuos prekiaujama Čikagos, Niujorko, Londono ir Singapūro finansų biržose.
5. Palūkanų normų pariteto teorema teigia, kad procentinis skirtumas tarp nedelsiamojo ir išankstinio keitimo kursų yra lygus skirtumui tarp vietinių ir užsienio tokio paties laikotarpio kaip išankstinio sandėrio mokėjimo terminas vertybinių popierių palūkanų normų.
6. Kai kurie atvejai rodo, kad išankstinio sandėrio valiutos kursas gali būti laikomas geriausia būsimo (mokėjimo pagal tą išankstinį sandėrį meto) nedelsiamojo keitimo kurso prognoze.
7. Perkamosios galios pariteto teorija teigia, kad valiutų kursų pokyčiai turėtų atspindėti skirtumą tarp vienoje ar kitoje šalyje galimų pirkti prekių krepšelių kainų pokyčių.
8. Fišerio teiginys: vidaus rinkos palūkanų normos turi būti lygios pasaulinėms palūkanų normoms plius prognozuojamas valiutų kursų pokytis.
9. Centriniai bankai ėmė daugiau kištis į valiutų keitimo rinką, kai buvo įvesti svyruojantys valiutų kursai; anksčiau, kai vyravo nustatomi stabilūs valiutų kursai, buvo mažiau kišamasi.

10. Mokėjimų balanso sąskaita registruoja prekių, paslaugų ir vertybinių popierių sandėrius tarp vienos šalies gyventojų ir kitų šalių gyventojų.
11. Mokėjimų saldas reiškia šalies monetarinės valdžios atliekamus rezervų aktyvų pirkimus ir pardavimus.

PAGRINDINIAI TERMINAI

valiutos kursas	exchange rate
mokėjimų balansas	balance of payments
valiutų teritorijos	currency areas
nedelsiamasis valiutų keitimas	spot foreign exchange
išankstinis valiutų keitimas	forward foreign exchange
palūkanų normų pariteto teorema	interest–rate parity theorem
perkamosios galios paritetas	purchasing–power parity
Fišerio teiginys	Fisher proposition
spekuliantai	speculators
arbitrai	arbitragers
išankstinio sandėrio diskontas	forward discount
išankstinio sandėrio priedas	forward premium

KLAUSIMAI IR UŽDUOTYS

1. Padiskutuokite, kodėl valiutų keitimo rinkos sandėrių išlaidos ir rizika yra svarbūs, kad pinigų politikos atviroje ekonomikoje priemonės būtų veiksmingos.
2. Kodėl JAV dolerių / D. Britanijos svarų sterlingų keitimo operacijų apimtis Londone yra didesnė negu Niujorke?
3. Paaiškinkite, kaip įvairių terminų išankstinio keitimo sandėrių valiutų kursai yra susiję su nedelsiamojo keitimo kursu. Kaip padidėjęs skirtumas tarp palūkanų normų veikia santykį tarp nedelsiamojo keitimo kurso ir išankstinio keitimo kurso?
4. Paaiškinkite, kas lemia nedelsiamojo valiutos keitimo kursą. Jeigu svarais sterlingų išreikštų aktyvų palūkanų normos mažėja, kodėl gali padidėti dolerio kaina svarais sterlingų? Kodėl dolerio kaina svarais sterlingų išauga net tada, kai palūkanų normos lieka nepakitusios?

LITERATŪRA

Robert Z. Aliber. Exchange Risk and Corporate International Finance. New York, Halsted Press, 1979. Sisteminis vadovėlis apie valiutų kursų kaitą.

Federal Reserve Bank of Boston. Managed Exchange Rate Flexibility: The Resent Experience. Boston, Federal Reserve Bank, 1978. Pasitarimo pranešimai, analizuojantys 8 dešimtmečio valiutų kursų pokyčius.

Milton Friedman. The Case for Fluctuating Exchange Rates. — Milton Friedman. Essays in Positive Economics. Chicago, University of Chicago Press, 1953. Klasikinis svyruojančių valiutų kursų aiškinimas.

International Monetary Fund. Annual Report. Washington, D. C., kasmet. Šioje ataskaitoje aptariami valiutų rinkų pokyčiai per metus.

Roger Kubarych. The New York Foreign Exchange Market. New York, Federal Reserve Bank, 1979. Išsamiai aiškinama apie valiutų rinkų Jungtinėse Amerikos Valstijose institucinius aspektus.

29
SKYRIUS

Tarptautinės pinigų sistemos tolesnės raidos kryptys

Apžvelgus tarptautinės pinigų sistemos raidą per pastaruosius šimtą metų, galima padaryti išvadą, kad ta sistema retai buvo nepakitusi ilgiau kaip dvidešimt ar trisdešimt metų. Laikotarpius, kai JAV ir kitos didžiosios pramoninės valstybės turėjo susietą valiutos kursą, keitė laikotarpiai, kai tokio valiutos kurso buvo atsisakoma. Tais svyruojančių kursų laikotarpiais beveik visada labai skyrėsi įvairių šalių infliacijos procentas, ir dažnai vyko dideli netikėti valiutų kursų pokyčiai. Noras susieti valiutos kursą beveik visada reiškia pastangas sumažinti prekiautojų ir investuotojų išlaidas bei riziką, susidarančias dėl valiutų kursų pokyčių. Įvairių šalių pinigų sistemos vadovai atsisako susieto valiutos kurso dėl to, kad jo palaikymo išlaidos palyginti su išlaidomis siekiant kai kurių vidaus ekonomikos tikslų yra per didelės.

Vadinasi, dar kartą bus grįžta prie susietų valiutų kursų laikotarpio. Tačiau toks grįžimas sudaro keblumų, dažniausiai susijusių su instituciniu grįžimo kontekstu. Ar bus grįžtama prie aukso standarto? Ar bus grįžtama prie susietų valiutų kursų, remiantis Tarptautinio valiutos fondo veikla? Ir dar — ar galima ir toliau pasitikėti svyruojančio valiutos kurso sistema, jei nebegalima grįžti prie buvusių ekonominių ir politinių sąlygų?

Nuo vienos sistemos (svyruojančių kursų, kuriems būdinga dideli valiutų kursų pokyčiai) prie kitos (susietų kursų) bus einama labai pakitus finansinėms JAV ir kitų šalių (ir pramoninių, ir silpnos ekonomikos) aplinkybėms. Vienas reikšmingų 9 dešimtmečio pokyčių yra kitokia tarptautinių investicijų padėtis: 9 dešimtmečio pradžioje Jungtinės Amerikos Valstijos buvo didžiausias pasaulyje kreditorius, o 9 dešimtmečio pabaigoje jos tapo didžiausiu pasaulio skolininku. Kitas nedidelis pokytis — Meksikos, Brazilijos ir kitų silpnos ekonomikos šalių užsienio skolų krizė; šios šalys 8 dešimtmetyje daug skolinosi, o vėliau, 9 dešimtmetyje, nesugebėjo ar nenorėjo mokėti palūkanų pagal sutartą grafiką.

8 IR 9 DEŠIMTMEČIŲ TARPTAUTINĖS PINIGŲ SISTEMOS RAIDA

Tarptautinės pinigų sistemos pokyčiai 8 ir 9 dešimtmetyje buvo daug didesni negu ankstesniais laikotarpiais. JAV dolerio kursas 9 dešimtmetyje labai svyravo. Svyruojančio valiutos kurso sistema neatitiko vadovėlinių modelių; valiutų kursų pokyčiai buvo daug didesni negu skirtumas tarp įvarių šalių kainų augimo. Pinigų sistemai vadovaujančios institucijos labai kišosi į pinigų sistemą, kad sumažintų valiutų kursų svyravimo amplitudę. Žiūrint pagal tarptautinių rezervų aktyvų pirkimą ir pardavimą, svyruojančio valiutų kurso laikotarpiu iš tiesų buvo daug daugiau kišamasi negu prieš tai buvusiais susieto valiutų kurso dešimtmečiais; jeigu nebūtų buvę intervencijų, JAV dolerio kurso pokyčiai būtų buvę netgi dar didesni.

Kai 1977 ir 1978 m. JAV dolerio vertė krito, daugelio šalių pinigų sistemai vadovaujančios institucijos stengėsi pakeisti savo tarptautinių rezervų aktyvų valiutą; jos įsigydavo daugiau rezervų ne doleriais, o kitomis valiutomis, ypač Vokietijos markėmis, Šveicarijos frankais ir Japonijos jenomis. 7 dešimtmetyje pagrindinis rūpestis buvo tarptautinių rezervų trūkumas, todėl galų gale buvo sudaryta sutartis dėl Specialiųjų skolinimosi teisių (SST) įvedimo ir sudarytos 10 milijardų dolerių SST. 8 dešimtmetyje bendrieji rezervai minus auksas išaugo septynis kartus — nuo 40 milijardų dolerių 1969 m. pabaigoje iki 270 milijardų dolerių 1979 m. pabaigoje. Bendrieji rezervai, įskaitant auksą, išaugo nuo 80 iki 600 milijardų dolerių, piniginį auksą vertinant 300 JAV dolerių už unciją. Bendrieji rezervai minus auksas išaugo nuo 360 milijardų dolerių 8 dešimtmečio pabaigoje iki 660 milijardų 1988 m. pabaigoje.

Tarptautinių finansinių santykių pasikeitimas atspindi pasaulinės infliacijos bangą 8 dešimtmetyje ir staigų infliacijos atoslūgį 9 dešimtmečio pradžioje. Didžiausia iš kada nors buvusių infliacijų kilo 8 dešimtmečio pabaigoje. Nors infliaciją paspartino ekonomikos nuosmukis, kurį 1973–1974 m. ir 1978–1979 m. sukėlė OPEC staiga labai padidintos naftos žaliavos kainos, bet pasaulinis infliacijos lygis jau buvo beveik padvigubėjęs ir prieš pirmąjį staigų naftos kainų pakėlimą. Nepaisant to, 1974 m. ir vėl 1979 m. staiga padidėjusios naftos kainos nulėmė pasaulinį metinį infliacijos padidėjimą maždaug 2–3 procentais. Kai kurioms šalims poveikis buvo didesnis, nes dėl išaugusių naftos kainų trigubai išaugo kitos kainos ir pakėlė prognozuojamas kainas.

Šiuo spartėjančios infliacijos laikotarpiu padidėjo privati aukso paklausa, nes investitoriai manė, kad auksas apsaugo nuo infliacijos. Remdamiesi didžiausios infliacijos prognozėmis, tie investitoriai nustatė rinkos aukso kainas. 7 dešimtmečio pabaigoje auksas nebuvo pakankamai vertinamas; jo kaina buvo nepasikeitusi nuo 1934 m., nors bendras pasaulinių kainų lygis per tą laiką pakilo 4 kartus. 8 dešimtmetyje padidėjusi aukso kaina leido

daryti išvadą, kad infliacija bus ir toliau ir dar didės. Kartkarčiais oficialių aukso operacijų taisyklės buvo keičiamos. Šalių pinigų sistemai vadovaujančios institucijos kartais sutikdavo neskaičiuoti kitokios aukso kainos, tik oficialią, o vėliau oficialiosios kainos atsisakydavo. Keleto šalių pinigų sistemai vadovaujančios institucijos savo aukso atsargų vertę padidino; daugelis laikė auksą svarbiu savo tarptautinių rezervų komponentu, o kai kurių šalių pinigų sistemos vadovai labai daug aukso pardavė.

Kai tik prognozės dėl ilgai truksiančios infliacijos nepasitvirtino, aukso, kaip ir kitų fizinių aktyvų (pavyzdžiui, nekilnojamojo turto), kainos staiga sumažėjo. Investitoriai vėl perkėlė savo lėšas į dolerinius aktyvus, nes už JAV doleriais išreikštus aktyvus buvo mokamos aukštesnės palūkanos, be to, patikslintos prognozės leido tikėtis, kad JAV bus mažesnė infliacija.

OPTIMALIOS VALIUTŲ TERITORIJOS IR PINIGŲ SĄJUNGOS

Teritorijos, kuriose yra vartojama vienokia ar kitokia valiuta, — pagrindinis tarptautinių finansų klausimas. Ar kiekviena šalis privalo turėti savo valiutą, kaip dabar iš esmės yra, ar šalys turėtų sujungti savo valiutas? Kalbant apie šalių ūkio integravimą Europos bendrijoje, dažnai svarstomas bendros valiutos klausimas. Keliamas ir kitoks klausimas — ar kuriai nors didelei šaliai, sakykime, Kinijai ar Brazilijai, nebūtų naudinga įsivesti po dvi ar daugiau valiutas kai kuriems regionams šalies viduje? XIX a. pabaigoje Vokietijoje, Japonijoje ir Italijoje valiutos buvo intensyviai unifikuojamos — visose šiose šalyse tai buvo politinio vienijimosi programos dalis, ir tai darė ta pačia kalba kalbantys, bendrą kultūrą turintys žmonės.

Per keletą pastarųjų dešimtmečių atsirado daugiau valstybių, taigi ir nacionalinių valiutų; tai įvyko daugiausia dėl to, kad žlugo Didžiosios Britanijos, Prancūzijos, Portugalijos ir Olandijos imperijos ir susikūrė naujos nepriklausomos valstybės. Daugelio šių naujų valstybių valiutos buvo susietos su jų buvusių metropolijų valiutomis. Po kiek laiko, kai naujų valstybių pinigų politika pasidarė savarankiškesnė ir veržlesnė, tos šalys nustatė savo valiutų svyruojantį kursą (pavyzdžiui, Airijos svaras, kuris, 1922 m. Airijai gavus nepriklausomybę, buvo tvirtai susietas su Didžiosios Britanijos svaru, dabar yra svyruojantis).

Kalbant abstrakčiau, svarstymai dėl nacionalinių valiutų jungimo būdingi toms šalims, kurių valiutos gali būti sujungtos, kad būtų maksimizuota ekonominė gerovė. Bendros valiutos nauda — tai efektyvus resursų ir kapitalo išdėstymas, sumažėjusios užsienio valiutų keitimo rinkos išlaidos. Jeigu pasaulyje būtų tik viena valiuta, keitimo išlaidos išnyktų. Jungtinės Amerikos Valstijos yra vienos valiutos teritorija, apimanti penkiasdešimt

valstijų. Finansinio kapitalo srautai be kliūčių ir efektyviai keliauja iš teritorijų, turinčių daug santaupų ir lėtą ūkio plėtrą, į teritorijas, turinčias mažai santaupų ir sparčią plėtrą; beveik nuolatinio judėjimo vienas požymių yra tai, kad palūkanų normos už analogiškus vertybinius popierius yra iš esmės tokios pačios tose teritorijose, kur yra daugiau kapitalo, ir tose, kur mažiau kapitalo. Iš Meino valstijos į Kalifornijos valstiją galima sumokėti čekiais beveik be jokių išlaidų. Tarptautiniu požiūriu dėl Vakarų Europos susiskirstymo į valiutų teritorijas susidaro išlaidų, kurių galėtų ir nebūti, jeigu nacionalinės valiutos būtų sujungtos.

Valiutų jungimo išlaidas sudaro tai, kad nebeliks tam tikros teritorijos, valstybės centrinio banko, ir dėl to sumažės galimybė vykdyti pinigų politiką, kuria siekiama didinti užimtumą ir palaikyti norimą kainų lygį toje teritorijoje, valstybėje. Jeigu Čikagos federalinis rezervų bankas būtų nepriklausomas nuo kitų federalinių rezervų bankų, jis galėtų tuoj pat pradėti vykdyti labiau į plėtrą nukreiptą politiką, kai tik padidėja nedarbas Centro š. vakarų regione. Atskirų teritorinių valiutų centrų nauda yra ta, kad galima reguliuoti pinigų pasiūlos augimą. Valiutų jungimo išlaidos įvairuoja, jos priklauso nuo to, kokios šalys tai daro, kiek panaši jų ūkio struktūra.

Logiška būtų teigti, kad optimalus valiutų teritorijų skaičius yra toks, kad centrinių bankų nebūtų daugiau negu darbo rinkų. Jeigu taip būtų, kai kurie bankai pasidarytų nereikalingi (pavyzdžiui, vienuolika regioninių federalinių rezervų bankų nepaveikia savo „valiutų" keitimo kursų palyginti su Niujorko federalinio rezervų banko „valiuta"), nes nedarbas tose darbo rinkose visada būtų toks pat, kaip ir kitose darbo rinkose. Darbo rinka — tai teritorija, kurioje vienu metu negali būti perteklinė darbo jėgos paklausa ir perteklinė tokios pat darbo jėgos pasiūla. Jeigu keliose darbo rinkose darbo jėga labai laisvai juda iš vienos į kitą, tai iš tikrųjų jos yra tik vienos didesnės darbo rinkos dalys, ir atlyginimai bei jų pokyčiai įvairiuose šios didesnės darbo rinkos geografiniuose padaliniuose negali labai skirtis. Paaiškinimas yra toks: jeigu neturintys darbo darbininkai galėtų nuvykti į firmas, turinčias perteklinę darbo jėgos paklausą, ir jeigu konkurencija tarp darbininkų nustatytų pagrįstą atlyginimų vienodumą, nė viena firma nemokėtų didesnio, negu rinkoje susiformavęs, atlyginimo, kad pritrauktų darbo jėgą.

Taigi būtina sąlyga tam, kad būtų reikalingi atskiri nacionaliniai centriniai bankai, yra atskiros darbo rinkos ir nepakankamas darbo jėgos judėjimas iš vienos rinkos į kitą. Ekonominė gerovė galėtų būti pasiekta, jeigu centrinis bankas vykdytų į plėtrą nukreiptą pinigų politiką toje teritorijoje, kur yra didelis nedarbas, o kur yra infliacija — labiau ribojančią politiką. Žinoma, jeigu finansinis kapitalas pakankamai laisvai judėtų tarp valiutų teritorijų, nepriklausomi centriniai bankai būtų nereikalingi, nes kuris nors vienas iš centrinių bankų, keisdamas pinigų politiką, negalėtų tiek pakeisti savo palūkanų normų, kad jos skirtųsi nuo pasaulinių palūkanų normų. Tuo atveju, jeigu kapitalo judėjimas yra toks didelis, kad žlugdo pastangas pa-

siekti nepriklausomą pinigų sistemą, centriniai bankai turėtų susijungti tam, kad išvengtų išlaidų, atsirandančių aptarnaujant valiutų keitimo rinką. Taigi atskirtos valiutos teritorijos yra efektyvios tada, kai nacionalinės kapitalo rinkos yra iš dalies atskirtos.

Net ir tuo atveju, kai ir darbo jėgos, ir kapitalo rinkos yra tokios atskiros, kad nepriklausoma pinigų politika yra reikalinga ir pagrįsta, nacionalinės valiutos palaikymo išlaidos gali prašokti gaunamą naudą. Svarstant valiutų jungimą, galima palyginti, ar nauda iš didesnio prekių bei vertybinių popierių srauto ir nauda, gaunama dėl to, kad panaikinamos užsienio valiutų keitimo rinkos išlaidos, yra didesnė už padidėjusio nedarbo išlaidas, susidarančias sumažinus centrinių bankų skaičių.

Su šiais bendraisiais samprotavimais susiję ir praktiniai valiutų teritorijų jungimo modeliai. Sujungti valiutas gali geografiniu požiūriu artimos šalys ar teritorijos, nes tarp tų teritorijų vyksta didelė prekyba, be to, ūkio ciklų trukmė ir amplitudė tose teritorijose paprastai yra panašios. Nedidelės šalys, sujungusios savo valiutas arba prisijungusios prie didelės šalies valiutos, gali daug laimėti: padidėtų prekių ir finansinio kapitalo srautas. Didelės šalys, tokios kaip Jungtinės Amerikos Valstijos, jau realizavo tą naudą, o Kanada ir Meksika gali gauti naudos iš savo valiutų sujungimo su JAV doleriu, nes abi šalys lengviau galėtų palankesnėmis sąlygomis patekti į JAV finansines rinkas. Kada nors ateityje, išsiplėtojus glaudesniems ryšiams tarp Federalinių rezervų sistemos ir Kanados banko, gali būti sudaryta JAV ir Kanados laisvosios prekybos sutartis.

Europos bendrija ir valiutų jungimas

Istorinė patirtis rodo, kad valiutos yra jungiamos politiniais sumetimais; bendra valiuta dažnai yra vertinama kaip svarbus žingsnis į politinį vienijimąsi. Ryškiausias pastarųjų metų bandymas jungti nacionalines valiutas yra bandymas tai padaryti Europos bendrijoje. Šis bandymas prasidėjo nuo Romos sutarties (1957 m.), pagal kurią buvo panaikinti vidiniai bendrijos narių užsienio prekybos muitai, kad galima būtų nustatyti bendrus išorinių muitų tarifus ir bendrą žemės ūkio politiką; be to, buvo stengiamasi vienodinti bendrijos šalių socialinį draudimą, socialinės rūpybos politiką, verslo mokesčius. Taigi gali atrodyti natūralu, kad šalys narės siekia vienodinti ar derinti pinigų politiką ir eina prie bendrų, visoje bendrijoje vartojamų pinigų, o tam reikėtų sujungti jų centrinius bankus.

Vienas iš bendros valiutos Vakarų Europoje motyvų yra tai, kad siekiama politinės vienybės. Nacionalinių valiutų sujungimas būtų svarbus žingsnis į šį tikslą. Antra, padidėtų prekyba Europos viduje, t. y. Europos šalių prekyba su kitomis Europos bendrijos narėmis. Jeigu būtų tik viena valiuta, mokėjimai iš vienos Europos šalies į kitą būtų atliekami lengviau, ir tai skatintų prekybą Europos viduje. Europos valiutos įvedimas sudarytų neblo-

gą Europos firmų prekybos apsaugą, joms konkuruojant su JAV ir kitomis ne Europos firmomis. Trečias valiutų jungimo motyvas yra tai, kad sukūrus Europos valiutą susidarytų didžiulis stabilių pinigų centras, ir Europos šalys galėtų apsaugoti savo ekonomiką nuo JAV pinigų sistemos sukrėtimų.

Sprendimas sujungti valiutas jau yra priimtas, todėl vadovybės turėjo nuspręsti, kaip realizuoti šį tikslą. Vienas pasiūlymas buvo suvienodinti pinigų politikas ir tada, kai infliacijos lygiai bus panašūs, susieti kiekvieną valiutą su bendru atsiskaitymo vienetu. Kitas pasiūlymas — valiutų keitimo rinkoje susieti valiutas vieną su kita ir tada suvienodinti pinigų politikas taip, kad, nustačius paritetus, sumažėtų nesubalansuotų mokėjimų galimybė. Europos bendrija pasirinko antrąjį būdą.

Maža tikimybė, kad artimoje ateityje kurios nors kitos didelės šalys už Vakarų Europos ribų sujungs savo valiutas. Be to, siekiant sujungti Vakarų Europos valiutas, gali būti didelių kliūčių. Analizuojant valiutų jungimo išlaidas ir naudą, yra nagrinėjami ir kiti du klausimai. Pirma, ar šaliai yra naudingiau susieti savo valiutą su kuria nors kita valiuta ar leisti jos kursui laisvai svyruoti. Antra, jeigu šalis nusprendžia susieti savo valiutą, ji turi nuspręsti, ar jai naudingiau susieti savo valiutą su JAV doleriu, Vokietijos marke, Japonijos jena ar kurios nors kitos šalies valiuta.

SVYRUOJANTYS AR SUSIETI VALIUTŲ KURSAI

Ginčas, ar ir toliau remtis svyruojančių valiutų kursų sistema, ar grįžti prie susietų kursų sistemos, daugiausia vyksta tarp tų, kurie nori, kad vietiniai pinigų politikos vadovai galėtų veikti lanksčiau (o tam reikia svyruojančio valiutos kurso), ir tų, kurie renkasi lengvesnį prekių ir kapitalo judėjimą (o tam praverčia reguliuojamas valiutų keitimas).

Po tarpukario laikotarpio, kai vyravo svyruojantys valiutų kursai, buvo prieita prie dviejų išvadų. Pirma, tuo laikotarpiu tarptautinės prekybos ir investicijų plėtrą stabdė netikrumas dėl būsimų valiutų kursų. Antra, spekuliacija veikė destabilizuojančiai, nes didelė valiutų kursų kitimo amplitudė sudarė galimybę spekuliantams veikti tų kursų kitimo kryptį, ir, jei nebūtų buvę spekuliacijos, kitimo kryptis būtų buvusi kitokia. Sakykim, jei spekuliantai parduotų silpną valiutą, tai ta valiuta išreikšta užsienio pinigų kaina išaugtų. Padidėtų ir importuotų prekių kainos, todėl turinčioje silpną valiutą šalyje kainų lygis augtų daug greičiau. O tose šalyse, kurių valiutą spekuliantai pirktų, vietinių kainų lygis augtų lėčiau. Taigi, spekuliacija kursto pati save.

Svyruojančio valiutos kurso šalininkai kritikavo tas išvadas, bet tvirtino, kad svarbiausias svyruojančio valiutos kurso sistemos pranašumas yra labiau nepriklausomos pinigų politikos galimybė. Jie teigė, kad šalis galės nevaržoma iš išorės varyti savo pinigų politiką, nes bet koks poslinkis į mokėjimų deficitą automatiškai mažintų jos valiutos vertę. Pavyzdžiui, jei-

gu šalis vykdo labiau į plėtrą nukreiptą politiką, tai paprastai ta politika yra susijusi su didesniu mokėjimų deficitu, negu įmanoma finansuoti, esant susieto valiutos kurso sistemai, bet jei būtų svyruojantis kursas, tos šalies valiuta nuvertėtų. Ir nė viena šalis neįsipareigotų pirkti didelio užsienio valiutos kiekio, taigi ir didinti savo pinigų pasiūlos, kad išlaikytų savo valiutos kurso paritetą; ji tai darytų tam, kad jos valiutos vertė kiltų ir pinigų bazė nebūtų paveikta valiutos srautų. Svyruojančio kurso šalininkai teigė, kad tarptautinės prekybos ir investicijų nestabdytų netikrumas dėl būsimų valiutų kursų, nes prekiautojai ir investitoriai apsaugotų savo valiutų keitimo įsipareigojimus išankstiniais sandėriais. Taigi šalis turėtų daugiau laisvės vykdyti tokią politiką, kad jos kainų lygis skirtųsi nuo kitų šalių kainų lygio; be to, šalis laisviau galėtų siekti savo užimtumo tikslų. Svyruojančio kurso šalininkai aiškino ir tai, kad spekuliacija nedarys destabilizuojančio poveikio, nes spekuliuojantys ilgalaikėmis tendencijomis žmonės greitai bankrutuotų.

Svyruojančio valiutos kurso kritikai ir jo šalininkai jau seniai ginčijasi. Kritikai aiškino, kad ne visų valiutų išankstinio keitimo sandėrių galimybės yra vienodos, be to, valiutos apsaugojimas nėra pigus dalykas. Jie teigė, kad pinigų sistemos nepriklausomybė yra chimera ir šalys toli gražu negalės taip kontroliuoti savo kainų ir pajamų, kaip žada svyruojančio valiutų kurso šalininkai. Be to, kritikai tvirtino, kad panaikinus valiutų keitimo paritetus, dingtų paskutinis vidinės infliacijos barjeras, todėl šalys, kurios remsis padidėjusia savo pinigų politikos nepriklausomybe, darys tai be reikalo, nes padidins infliaciją.

Neapibrėžtumas ir nepriklausomybė esant svyruojantiems valiutų kursams

Priešprieša tarp svyruojančio valiutos kurso šalininkų ir kritikų iš dalies liečia ir netikrumą, kuris susidaro esant svyruojančiam kursui, ir to netikrumo padarinius. Didesnė pinigų sistemos nepriklausomybė esant svyruojančiam valiutos kursui yra galima tik todėl, kad padidėjęs netikrumas dėl valiutos kurso daro valstybių pinigų rinkas labiau atsiskyrusias. Jei nėra didesnio atskirumo, pinigų politikos nepriklausomybė nepadidėja. Su didesne pinigų politikos nepriklausomybe susijęs netikrumas, nežinomybė riboja prekybą ir investicijas. Tiesa, prekiautojai ir investuotojai nuo netikrumo gali apsisaugoti sudarydami išankstinius sandėrius, ir apsauga gali būti nebrangi, jei išankstinio valiutų keitimo sandėrio kursai objektyviai prognozuos (vidutiniškai) būsimus nedelsiamojo keitimo kursus. Tačiau apsisaugojimas yra kiek rizikingas, nes kiekvienas konkretus išankstinis sandėris nėra labai geras būsimo nedelsiamojo sandėrio kurso, kuris bus atėjus išankstinio sandėrio vykdymo terminui, prognozuotojas. Pinigų sistemos nepriklau-

somybės, esant svyruojančiam keitimo kursui, nauda yra susijusi su padidėjusiu netikrumu, neapibrėžtumu, o šio netikrumo kaina yra sumažėjusi prekyba ir investicijos arba lėtesnis prekybos ir investicijų augimas, augant pasaulinei ekonomikai. Kokia yra ekonominė šių nuostolių svarba ir dydis palyginti su didesne pinigų politikos nepriklausomybe — tai svarbus empirinis klausimas, į kurį kol kas nėra atsakymo.

Svyruojančio valiutos kurso kritikai savo teiginius remia tokiu argumentu: spekuliacija destabilizuotų ekonomiką, nes valiutų kursų pokyčiai būtų buvę daug didesni negu dabartiniai nacionalinių kainų lygių pokyčiai. Svyruojančio valiutos kurso šalininkai atsako, kad kartkartėmis vykstantys valiutų kursų svyravimai yra atsitiktiniai, kad tai nėra sistemingas, numatomas kursų kitimas, todėl valiutų keitimo rinka yra efektyvi[1]. Be to, jie aiškina, kad valiutos kursų dinamikoje nėra tokių laikotarpių, kai kursų kaitos kryptis gali būti tiksliai prognozuojama pagal pasikeitimus praeityje. Bet, jeigu kursas kinta tam tikra kryptimi, valiutos kursą „vairuojančios" ekonominės jėgos irgi gali veikti ta kryptimi. Arba pinigų sistemos vadovai gali „pūsti prieš vėją" — įsikišti į valiutų keitimo rinką arba liautis kištis. Per pastaruosius keletą metų kai kurie tyrėjai padarė išvadą, kad trumpus laikotarpius valiutų rinka nėra efektyvi — diena po dienos vykstantys valiutų kursų pokyčiai buvo susiję vienas su kitu, kai pokyčių amplitudės buvo didelės.

Nacionalinių pinigų sistemai vadovaujančių institucijų pastangos vykdyti nepriklausomą pinigų politiką, atrodo, lemia didžiulius nedelsiamojo keitimo kurso svyravimus, nes dabartinis kursas atspindi prognozuojamus ateities kursus. Pinigų politikos pokyčiai veikia dabartinį nedelsiamojo keitimo kursą dėl tų pokyčių įtakos prognozuojamam infliacijos lygiui, taigi ir prognozuojamiems ateities valiutų kursams bei palūkanų normoms, nes tų normų dydžiu tie kursai dabar yra diskontuojami. Vadinasi, posūkis labiau į plėtros politiką būtų susijęs su spartesnio vidaus kainų lygio kilimo ir vidaus palūkanų normų smukimo prognoze; abu šie veiksniai lemtų tos šalies valiutos nuvertėjimą. Kita vertus, posūkis į labiau ribojamąją politiką sietųsi su tos šalies valiutos vertės didėjimu dėl vidinės infliacijos prognozuojamo mažėjimo ir dėl palūkanų normos didėjimo. Didžiuliai valiutų kursų svyravimai rodo, kad pinigų politikos pokyčių poveikis gali būti sumažintas, nes po ribojamosios vidaus politikos eina į plėtrą nukreipta vidaus politika arba ribojamoji užsienio politika.

Jeigu šie pinigų politikos pasikeitimų nulemti valiutos kursų svyravimai yra dideli, tada vadovaujančios institucijos gali būti įpareigotos įsikišti į valiutų keitimo rinką ir sumažinti kursų svyravimus; vadovaujančios insti-

[1] Yra sakoma, kad finansų rinka yra efektyvi tada, kai vos tik gavus naują informaciją, aktyvų rinkos kainos pasikeičia iš karto ir visiškai. Jeigu „geros naujienos" ir „blogos naujienos" randasi atsitiktinai, aktyvų kainų pokyčiai turėtų atspindėti tuos atsitiktinius informacijos svyravimus.

tucijos nustato reguliuojamąjį svyruojančio valiutos kurso režimą, kad apribotų pernelyg didelius savo valiutos vertės (išreikštos užsienio valiuta) svyravimus, kylančius dėl pinigų politikos veiksmų. Sakysime, JAV valdžia vykdo labiau į plėtrą nukreiptą pinigų politiką. Jeigu JAV dolerio vertė ima smukti, kitų šalių valdžia gali pradėti pirkti JAV dolerius, kad apribotų savo valiutų vertės kilimą. Dėl dolerių pirkimo padidėja jų pinigų pasiūla. Išskyrus atvejus, kai tokie pirkimai yra išlyginami, JAV dolerio vertė kyla, ir tai yra priešinga kryptis, negu nacionalinės pinigų pasiūlos didėjimas ir kainų lygio kitimas. Svyruojančio valiutos kurso laikotarpiu valdžia menkiau kontroliuoja savo pinigų pasiūlą negu susieto kurso laikotarpiu, nes privačiojo kapitalo srautai yra daug didesni.

Valiutos kurso sistemos valdymo problemos

Svyruojančio kurso šalininkai dažnai teigia, kad sunku valdyti susieto kurso sistemą. Paritetai keičiami beveik visada po pernelyg ilgo delsimo, nes valdžia tikisi, kad gal įsikiš Dievo apvaizda ir beveik neabejotinai reikalingas pariteto pakeitimas nebus būtinas. 8 dešimtmečio pradžioje buvo pereita prie svyruojančių valiutos kursų ne dėl to, kad laimėjo svyruojančio kurso šalininkų argumentai; veikiau buvo kita priežastis — didėjant infliacijai ir skirtumui tarp infliacijos įvairiose šalyse, valdžia nenorėjo užsikrauti susieto valiutos kurso palaikymo išlaidų. Susieto valiutos kurso politika galėjo būti vykdoma tik tuo atveju, jeigu kitų šalių (ypač Vokietijos) pinigų sistemai vadovaujančios institucijos būtų sutikusios su tokia kaip JAV infliacija, bet Vokietija norėjo žemesnės infliacijos.

Pastarųjų šimto metų įvykiai rodo, kad pinigų sistema turi tendenciją judėti į susietus valiutų kursus — tiek, kiek galima. Jeigu didžiųjų šalių infliacijos lygiai yra panašūs ir infliacija nėra didelė, greičiausiai bus grįžtama prie susietų valiutų kursų. Daugelis šalių susies savo valiutas su artimų ir didesnių centrų valiutomis — toks pavyzdys yra Europos pinigų sistema[2]. Belgijos, Olandijos ir kitų šalių valiutos yra sėkmingai susietos su Vokietijos marke. Kadangi vis mažiau didžiųjų šalių turės svyruojantį valiutos kursą, susiklostys valiutų blokai, ir kursų susiejimas sumažins pagrindinių valiutų blokų valiutų kursų svyravimus.

Buvo pasiūlyta **slankiojo susieto valiutos kurso sistema** — derinys, kuriam būdingi susieto ir svyruojančio valiutos kurso sistemų privalumai. Pagal aplinkybes, sakysime, kartą ar du kartus per mėnesį, valdžia keičia savo valiutos paritetus, paprastai ne daugiau kaip 2 ar 3 procentais. Paritetai keičiami dažnai, todėl nekyla su tais pakeitimais susijusių politinių

[2] Europos pinigų sistema buvo įsteigta tam, kad Vakarų Europos šalyse būtų įvesta susietų valiutų kursų sistema. Didžioji prekybos dalis vyksta tarp jų pačių, todėl susiejus valiutas norėta sumažinti netikrumą dėl prekybinių atsiskaitymų Europos viduje.

keblumų. Kadangi pakeitimai labai nedideli, tik nedaugelis prekiautojų ir investitorių manys, kad verta stengtis prognozuoti, kada jie bus daromi, ir iš to gauti pelną. Laikotarpiu tarp paritetų keitimo valdžia turėtų palaikyti susietą kursą; žinoma, dėl dažno paritetų keitimo vidiniai susieto valiutos kurso padariniai bus nedideli.

REZERVŲ AKTYVŲ SISTEMA

7 dešimtmetyje daugelio šalių pinigų sistemos vadovai buvo susirūpinę, kad tarptautinių rezervų aktyvų pasiūla augo per lėtai. 8 dešimtmetyje rezervų aktyvai neplanuotai ir neprognozuotai padidėjo. Padidėjus rezervų aktyvams, daugelyje šalių padidėjo infliacija, nes išsiplėtė pinigų bazė; vienas iš pagrindinių rūpesčių buvo klausimas, kaip turi būti valdomas rezervų augimas, kad būtų apribotas jo infliacinis poveikis. Su tuo susijęs ir klausimas dėl rezervų komponentų ir dėl to, ar auksas bei likvidūs JAV doleriais, Vokietijos markėmis ir kitų šalių valiutomis išreikšti aktyvai ir toliau galės būti rezervai kartu su Specialiosiomis skolinimosi iš TVF teisėmis (SST). Nuostabą kėlė tai, kad 8 ir 9 dešimtmečiuose rezervai didėjo net esant svyruojančiam valiutos kursui.

1965 m. pabaigoje tarptautiniai rezervai sudarė 67 milijardus JAV dolerių; 1973 m., prasidėjus svyruojančių valiutos kursų laikotarpiui, rezervai buvo 150 milijardų JAV dolerių. 1988 metų pabaigos vertę sunku nustatyti dėl to, kad neaišku, kokia yra piniginio aukso vertė; jeigu šį auksą vertintume 400 JAV dolerių už unciją, rezervai būtų daugiau kaip 1000 milijardų JAV dolerių. Netgi apskaičiavus pakilusį prekių kainų lygį, rezervų aktyvai iš tiesų yra labai padidėję. Jeigu auksas lieka kaip pinigų atsargos, turinčios deficitą šalys galės parduoti auksą rinkos ar artima jai kaina (arba skolintis iš kitų šalių, auksą naudojant kaip užstatą), kad įsigytų mokėjimų deficitui finansuoti reikalingų valiutų.

Kitas 7 dešimtmečio rūpestis buvo „sistema“, kurioje pasidarė neįmanoma kurti tarptautinių rezervų, neskatinant Jungtinių Amerikos Valstijų turėti „mokėjimų deficitą“; JAV buvo pagrindinis tarptautiniams rezervams vartojamų aukso ir likvidžių dolerinių aktyvų tiekėjas. Nuo 1950 iki 1965 m. JAV aukso pardavimas oficialioms užsienio institucijoms buvo beveik tolygus naujajai aukso gavybai. Kadangi dolerinės investicijos išaugo ir JAV aukso atsargos sumažėjo, darėsi vis labiau abejotina, ar JAV pajėgs ir toliau palaikyti savo 35 dolerių aukso paritetą. Keistas dalykas buvo tai, kad kol Jungtinės Amerikos Valstijos sėkmingai mažino savo mokėjimų deficitą, daugelis kitų šalių negalėjo daugiau padidinti savo aukso ir kitų rezervų aktyvų. O kol Jungtinės Amerikos Valstijos nesumažino savo mokėjimų deficito, 35 dolerių aukso paritetas negalėjo būti palaikomas.

Trečia problema buvo asimetrija tarp to, kaip lengvai JAV finansavo savo mokėjimų deficitą ir kaip sunkiai tai darė kitos šalys. Kitos šalys išleis-

davo savo ir skolintuosius iš tarptautinių institucijų rezervus; be to, jos pirma turėjo įsigyti aktyvų savo rezervams, o tik po to naudoti tuos aktyvus mokėjimų deficitui finansuoti arba, jeigu deficito finansavimui buvo pasiskolinusios iš oficialių užsienio institucijų, vėliau turėjo grąžinti skolas. Jungtinės Valstijos, atvirkščiai, didžiąją savo deficito dalį, t. y. tiek, kiek kitos šalys norėjo įsigyti doleriais išreikštų aktyvų, finansuodavo *pasyviu skolinimusi*. Taigi dalis JAV deficito, nefinansuojamo auksu, galėjo būti finansuojama automatiškai. Toks automatinis finansavimas kėlė rūpestį, kad tarptautiniai rezervai neimtų didėti nekontroliuojamai.

Auksas kaip tarptautiniai pinigai

Ar auksas vėl taps tarptautinių rezervų aktyvu, priklauso nuo dviejų vienas kitam priešingų dalykų. Viena, per pastaruosius šimtą metų dėl to, kad nuolat buvo siekiama ekonominio efektyvumo, sumažėjo aukso reikšmė pinigų sistemoje. Auksas nebenaudojamas kaip vietiniai pinigai, ir nė viena šalis nėra susiejusi savo valiutos kurso su auksu. Auksas yra tarsi barbarybės laikų reliktas. JAV valdžios pastangomis aukso tarptautinė reikšmė pinigų sistemoje sumažėjo — jis buvo išstumtas iš tos sistemos centro. JAV pasiekė, kad nuo to laiko, kai aukso kainos pradėjo svyruoti, centriniai bankai retai prekiauja auksu vienas su kitu. Centriniai bankai laiko aukso atsargas, nes jo rinkos kaina yra daug didesnė už oficialiąją.

Auksas nuo amžių buvo svarbus aktyvas; investitoriai ir pinigų institucijos pirko auksą, nes jis buvo patikimesnis už kitus aktyvus: buvo teigiama, kad auksas esąs gera apsauga nuo infliacijos. Be to, iš dalies dėl savo prekinės vertės auksas yra vertinamas daug didesnėje geografinėje teritorijoje kaip kiti piniginiai aktyvai; auksu, kaip pinigų sistemos aktyvu, buvo labiau pasitikima negu kitais aktyvais. Dar svarbiau yra tai, kad per aukso standarto šimtmetį kainos buvo palyginti pastovios — jeigu ne visą tą laiką, tai bent keletą dešimtmečių. Ar tvirtos kainos buvo priežastis ar pasekmė — ginčytinas dalykas. Bet laikotarpis, kai auksas buvo pašalintas iš sistemos centro, buvo vienos didžiausių per pereitą šimtmetį infliacijų laikotarpis. Kai kurie JAV politikai padarė išvadą, kad tai yra įtikinamiausias istorinis argumentas, kad reikia grįžti prie aukso standarto arba bent jau susieti nacionalines valiutas su auksu.

Viena priežasčių, dėl kurios aukso reikšmė pinigų sistemoje turi mažėti, yra tai, kad auksas, kaip rezervų aktyvas, nėra lengvai valdomas. Kartais laikomo rezervuose aukso kaina turėtų būti padidinta, kad nesusidarytų rezervų trūkumo. Tačiau investitoriai, numatydami, kada ir kiek ji bus padidinta, nuolat spekuliuotų. Aukso kaina taip būtų didinama, žinoma, turbūt tik esant infliacijai; nėra įrodymų, kad esant tvirtoms kainoms, aukso kainos turėtų būti keliamos.

Kita vertus, yra keletas priežasčių, dėl ko auksas ir toliau turėtų būti

vartojamas tarptautiniams rezervams: auksas yra svarbus pinigų sistemos aktyvas; auksu pasitiki bankai (priešingu atveju, kam jie laikytų auksą); aukso, kaip priimtino rezervų aktyvo, vertinimas gali išlyginti centrinių bankų vertybinių popierių paketų balansus, dabar perpildytus JAV doleriais išreikštų aktyvų. Jungtinės Amerikos Valstijos iš to turėtų naudos, nes JAV aukso atsargos yra maždaug tokios pat kaip kitų trijų didžiausių aukso turėtojų kartu paėmus. Kadangi auksas laikomas labai svarbiu, galima manyti, kad aukso vaidmuo ateityje vėl padidės, nes aukso vertė tarptautiniuose rezervų aktyvuose yra tokia didžiulė, jog nėra paprasta rasti jo pakaitalą. Aukso vaidmuo pinigų sistemoje gali būti padidintas dviem būdais. Vienas būdas: centriniai bankai sudarys susitarimus, pagal kuriuos turinčios deficitą šalys kels didesnį pasitikėjimą, jeigu galės parduoti auksą kitam centriniam bankui, kad įsigytų užsienio valiutos, kurios reikia paremti savo valiutą valiutų rinkoje. Kitas būdas: Jungtinės Amerikos Valstijos ir kitos šalys susitars dėl naujos piniginio aukso kainos, išreikštos jų valiutomis, ir tai bus derybų dėl aukso bei kitų rezervų aktyvų sudėtinė dalis.

JAV doleris ir kiti deklaruotieji aktyvai

Tarptautinės finansinės sistemos evoliucijoje svarbiausias dalykas yra JAV dolerio, kaip rezervų aktyvo, vaidmuo. Tuo metu, kai investicijos į dolerinius aktyvus auga, investicijos į Vokietijos markių, Šveicarijos frankų ir Japonijos jenų aktyvus irgi yra linkusios didėti. Tarptautinės institucijos taip pat ketina leisti rezervų aktyvus. Nepaisant to, vargu ar JAV doleris, kaip tarptautinių rezervų aktyvas, bus išstumtas ir ar jo reikšmė labai sumažės. Įvairių šalių centrinių bankų sprendimai lemia tai, kad didėja įvairiomis nacionalinėmis valiutomis išreikšti rezervai. Beveik visada bankas pasirenka valiutas tų šalių, su kuriomis jo šalis turi pagrindinius prekybinius ir finansinius ryšius, ir kurių registruojamasis kainų lygis yra pakankamai stabilus. Tačiau tik labai nedaugelio šalių valiutos yra perkamos kaip rezervų aktyvai.

Įvairiomis valiutomis išreikštų rezervų didėjimą per ilgą laikotarpį paprastai lemia paklausa; šalys, perkančios tuos aktyvus, pirmiausia apsvarsto, kokio dydžio aktyvus jos norėtų įsigyti, vėliau nusprendžia, kokia valiuta tie aktyvai turėtų būti išreikšti. Žinoma, kai kuriais atvejais rezervų aktyvų dydžio pokyčiai rodo aktyvų perteklių, pavyzdžiui, taip yra buvę su D. Britanijos svaru II pasaulinio karo metais ir su JAV doleriu 1969–1971 m. Rezervų aktyvai pasidaro pertekliniai dėl teigiamą mokėjimų perviršį turinčių šalių nenoro iš naujo pervertinti savo valiutų.

Pagrindinis politikos klausimas yra toks: ar JAV dolerį naudojant kaip tarptautinių rezervų aktyvą yra ginami JAV interesai. JAV doleris tapo rezervų aktyvu todėl, kad kitų šalių pinigų sistemai vadovaujančios institucijos manė esant naudingiau pirkti JAV doleriais išreikštus aktyvus; tai, kad

JAV doleris virto rezervų aktyvu, nebuvo JAV valdžios suplanuotas dalykas. Būdamos tarptautiniu bankininku, Jungtinės Amerikos Valstijos turi du svarbius pranašumus. Pirma, teisė leisti pinigus duoda pelną — tai skirtumas tarp išleidžiamų pinigų gamybos išlaidų ir jų perkamosios galios, išreikštos kitais aktyvais. Konkurencinėje bankinėje sistemoje tokį pelną reikėtų atsikovoti aukštesnėmis palūkanų normomis už doleriais išreikštus indėlius. Bet Jungtinėse Valstijose palūkanų normos dėl didelės kitų šalių paklausos JAV doleriais išreikštiems aktyvams dažniausiai yra žemesnės, o ne aukštesnės.

Kitas Jungtinių Amerikos Valstijų, kaip bankininko, pranašumas yra 7 dešimtmečio pabaigoje išryškėjusi ir iki šiol išlikusi lankstesnio veikimo galimybė. JAV mokėjimų deficitą finansavo kitų šalių centrinių bankų noras padidinti savo dolerinių aktyvų atsargas. JAV mokėjimų deficitas buvo finansuojamas lengviau negu kitų šalių mokėjimų deficitas tol, kol egzistavo automatinė dolerinių aktyvų paklausa, esant vyraujančioms palūkanų normoms.

7 dešimtmetyje kai kurie tyrėjai padarė išvadą, kad dolerio vartojimas tarptautiniams rezervų aktyvams neatitinka JAV nacionalinių interesų. Buvo kritikuojama tai, kad Jungtinės Amerikos Valstijos turėjo mažesnę įtaką savo pinigų politikai, nes JAV palūkanų normų keitimas buvo labiau suvaržytas; mat Federalinių rezervų sistema nuogąstavo, kad centriniams bankams turint didelį dolerių kiekį, privatūs investitoriai perkels savo lėšas į užsienio finansų centrus. Kadangi užsienio oficialios institucijos labiau pirko doleriais išreikštus aktyvus, o ne auksą, tokie privačių lėšų perkėlimai nesudarė problemos; tai būtų keblu tik tuo atveju, jeigu kitų šalių oficialios institucijos, sumažėjus JAV palūkanų normoms, imtų pardavinėti dolerius ir pirkti auksą. Be to, buvo kritikuojama ir tai, kad Jungtinės Valstijos mažiau galėjo kontroliuoti JAV dolerio vertę, išreikštą užsienio valiutomis, negu kitos šalys savo valiutos vertę; nuvertėjus JAV doleriui, greičiausiai atitinkamai devalvuotųsi ir kitų šalių valiutos. Iš 8 dešimtmečio pradžios įvykių matyti, kad subalansuotas devalvavimas tikriausiai rodo kitų šalių nenorą, kad dėl JAV dolerio devalvavimosi pablogėtų jų tarptautinė konkurencinė padėtis, o ne kad būtų patirta JAV dolerių atsargų nuostolių. Ir dar vienas dalykas: padidėjęs JAV vertybinių popierių eksportas nulėmė JAV prekių eksporto sumažėjimą, o tai prekių gamintojams, gal net ir visai JAV ekonomikai, sudarė išlaidų.

Dabar, kai užsienio aktyvų atsargos JAV doleriais yra didesnės kaip 1500 milijardų JAV dolerių, kyla klausimas, ar tokių aktyvų paklausa gali turėti pastebimą įtaką JAV ekonomikai. Jeigu JAV doleriais išreikštų aktyvų užsieniniai turėtojai nuspręstų pakeisti savo rezervus į kitą valiutą, JAV dolerio vertė valiutų rinkoje kristų.

Laikotarpiais, kai JAV doleris valiutų rinkoje buvo silpnas, buvo siūloma naujų būdų, kaip valdyti užsienyje esančių dolerių atsargas. Vienas iš pasiūlymų — Jungtinės Amerikos Valstijos turėtų padidinti užsienyje esančių dolerių atsargų keitimo garantijas; jeigu doleris nuvertėtų labiau negu

nustatyta riba, JAV turėtų tiesiogiai sumokėti kai kuriems ar visiems oficialiems dolerių turėtojams, kad kompensuotų valiutų keitimo nuostolius. Kitas pasiūlymas — kai kurios arba visos užsienio centrinių bankų dolerių aktyvų atsargos turėtų būti pervestos į Tarptautinį valiutos fondą (TVF). TVF savo ruožtu pateiktų savo pretenzijas Jungtinėms Valstijoms. JAV valdžia išplėstų TVF dolerių atsargų vertės palaikymo garantijas, o TVF galėtų išplėsti panašias savo įsipareigojimų oficialioms užsienio institucijoms garantijas. Trečias pasiūlymas: JAV valdžia turi pradėti remti dolerį valiutų rinkoje, kad būtų ribojami JAV dolerio kurso svyravimai; šiuo atveju JAV valdžia galėtų paimti lėšų iš JAV rezervų ir skolintis užsienio valiutų iš TVF ir užsienio centrinių bankų.

Bendras visų pasiūlymų bruožas yra tai, kad JAV valdžia prisiima kai kurių ar visų užsienio oficialių institucijų dolerinių aktyvų keitimo riziką. Daroma prielaida, kad JAV pastangos savo nuožiūra tvarkyti neapsaugotą valiutos keitimą sumažintų dolerio vertės, išreikštos užsienio valiutomis, svyravimus. Staiga pradėjus svyruoti valiutų kursams, kitų šalių centriniai bankai ne taip prieštarautų kišimuisi, nes staigūs svyravimai, atrodo, neatitinka ekonomikos raidos bendrosios tendencijos.

Europos bendrijos nariai kuria savo tarptautinę valiutą — **ekiu** (angl. ECU iš *European currency unit* — **Europos valiutos vienetas).** Ekiu yra ir centrinių bankų, ir privačių subjektų atsiskaitomasis vienetas bei vertės matas. Didėjant ekiu, kaip tarptautinių rezervų aktyvų, paklausai, JAV dolerio, kaip tarptautinių rezervų aktyvo, paklausa mažės. Japonijos jena irgi gali tapti tarptautinių rezervų aktyvu, nes Japonijos dalis pasaulio prekyboje didėja, ir Japonija yra didžiulis kapitalo eksportuotojas; užsienio šalys, turinčios Japonijos jenomis išreikštus pasyvus, pirks Japonijos jenomis išreikštus aktyvus, kad sumažintų valiutos keitimo riziką. Kadangi ekiu ir Japonijos jenų, kaip tarptautinių rezervų, paklausa didėja, dolerinių aktyvų paklausa didės lėčiau.

TARPTAUTINĖS PINIGŲ SISTEMOS INSTITUCIJŲ VAIDMUO

Vienas pasiūlymų, kaip išspręsti problemas, kylančias dėl aktyvų, išreikštų pagrindinėmis nacionalinėmis valiutomis, naudojimo tarptautiniams rezervams, yra sukurti tarptautinę instituciją, leidžiančią aktyvus. Šalys narės laikytų savo rezervus šioje institucijoje; tada, turėdamos mokėjimų deficitą, jos pervestų dalį savo indėlių į šalis, turinčias mokėjimų balanso perviršį. Toks susitarimas turėtų daug privalumų: išleidus rezervus, nereikėtų pervertinti kurią nors valiutą; pelnas, gautas išleidus tarptautinius pinigus, būtų paskirstytas visoms šalims; tarptautinių rezervų didėjimą galima būtų planingai kontroliuoti ir būtų ribojamas rezervų perviršis.

Tarptautinis valiutos fondas gali būti laikomas rezervus kuriančios institucijos užuomazga. TVF, kaip kuriančios rezervus institucijos, plėtotė dėl

keleto priežasčių buvo lėta. Tarptautiniame kontekste sprendimus dėl rezervų didėjimo procento daugiausia lemia šalys, turinčios polinkį į infliaciją. Taigi šalys, turinčios stabilesnių kainų įsipareigojimus, iš tarptautinės institucijos įsigijusios pasyvų turėtų didesnius, negu norima, mokėjimų balanso perviršius ir joms reikėtų rinktis — priimti aukštesnę, negu norima, infliaciją ar nuolat iš naujo pervertinti savo valiutas. Jeigu (nors vargu ar taip bus) rezervai būtų sukurti per greitai, šalys, turinčios perteklinį mokėjimų balansą, nenorėtų įsigyti naujos institucijos indėlių.

Kiekvienos pavienės šalies požiūriu svarbus yra klausimas, ar tarptautinės rezervus kuriančios institucijos veikla padėtų siekti nacionalinių tikslų. Taigi JAV valdžia privalėtų susirūpinti dėl to, kokį poveikį vietinei pinigų politikai darytų JAV dalyvavimas tokioje institucijoje. Jeigu Jungtinės Amerikos Valstijos norėtų turėti mokėjimų deficitą, deficito finansavimas būtų sunkesnis negu dabartinėmis sąlygomis, nes užsienio oficialiosios institucijos nebepirktų doleriais išreikštų aktyvų, taigi pinigų politika turėtų mažinti deficitą. Jeigu Jungtinės Valstijos turėtų mokėjimų perviršį, jos būtų įpareigotos išplėsti kreditus šalims, turinčioms mokėjimų deficitą; dėl to JAV valdžia turėtų rinktis, ar imtis plėtojamosios pinigų politikos, kuria siekiama sumažinti JAV mokėjimų perviršį, ar imtis ribojamosios politikos, kuria siekiama sumažinti ar neutralizuoti plėtrą skatinančius didžiulio mokėjimų perviršio vidinės politikos padarinius.

Įvairių šalių požiūriai į centrinę rezervus kuriančią instituciją daugiausia susiję su tuo, ar šalys yra labiau linkusios turėti mokėjimų deficitą, ar mokėjimų perviršį. Tos šalys, kurios linksta į didesnę infliaciją ir mokėjimų deficitą, paprastai palankiai žiūri į tokios institucijos kūrimą, nes tikisi, kad jų deficito finansavimas ateityje bus paprastesnis. Šalys, linkusios į mokėjimų balanso perviršius, yra labiau skeptiškos, nes jos būtų įpareigotos daugiau skolinti šalims, turinčioms mokėjimų deficitą.

Per keletą ateinančių dešimtmečių JAV pinigų sistemai vadovaujančios institucijos ir atitinkamos institucijos Vakarų Europoje bei Japonijoje ketina svarstyti įvairius pasiūlymus dėl to, kaip reikėtų keisti tarptautinę finansinę sistemą. Daugelis stengsis rasti būdų, kad valiutų kursai mažiau svyruotų. Kai kas ieškos priemonių, kurios padėtų apsisaugoti, kad ne tokie dažni ir stiprūs būtų iš jų prekybos partnerių perimami finansiniai sukrėtimai. Kiti stengsis rasti būdų, kaip padaryti pinigų politiką efektyvesnę, netrukdant tarptautinės prekybos ir nepažeidžiant mokėjimų.

EINANT Į NAUJĄ TARPTAUTINĘ PINIGŲ SISTEMĄ

Suirus Bretono Vudso susietų valiutos kursų sistemai, buvo sudaryta valiutų keitimo rinkos tvarkymo ir tarptautinių pinigų kūrimo sutarčių, bet jos atrodo gana atsitiktinės ir vargu ar galima kalbėti apie tarptautinę pinigų sistemą. Kad galima būtų laikyti, jog tai sistema, reikia daugiau tvarkingumo,

sistemiškumo, reikia remtis tarptautine sutartimi. Kai kuriais pasiūlymais padaryti didesnę pinigų sistemos tvarką stengiamasi, kad geriau veiktų svyruojantys valiutų kursai, o kiti pasiūlymai kreipia į tai, kad būtų grįžtama prie susietų kursų (globaliniu arba regioniniu mastu).

Pagrindinis dalykas yra, kaip institucijų pokyčiai paveiks pinigų politikos poreikius ir galimybes — didžiųjų šalių pinigų sistemų nepriklausomybės poreikį ar siekimą ir JAV bei kitų šalių pinigų sistemai vadovaujančių institucijų sugebėjimą vykdyti politiką, kuri, jų nuomone, atitinka jų vidinius interesus. Nepriklausomos pinigų sistemos poreikis didėja, nes ekonomikos ciklai įvairiose šalyse nėra labai susiję tarpusavyje; net jeigu jie ir būtų susiję, šalys nevienodai traktuoja visiško užimtumo ir kainų stabilumo, kaip nacionalinės politikos tikslų, svarbą. Ir net jeigu kuri nors viena ar kita šalis nuspręstų siekti labiau nepriklausomos pinigų sistemos, ji patirtų daug išorinių kliūčių; šalies pinigų politikos pokyčiai gali turėti didelę įtaką kapitalo srautams, savo valiutos vertei kitų šalių valiutų atžvilgiu. Kuriant naują tarptautinę pinigų sistemą, galima eiti dviem keliais: leisti šalims laisvai siekti savo vidinių tikslų ir kartu būti atviroms bei specializuotis tarptautinėje rinkoje arba, atvirkščiai, sudaryti sutartį, kuri garantuotų priimtiniausią kompromisą tarp nepriklausomybės siekimo ir noro turėti laisvą ir nevaržomą prekių bei kapitalo judėjimą.

Kai kuriais pasiūlymais siekiama, kad užsienio valiutų rinkos organizavimo ir tarptautinių rezervų aktyvų pasiūlos būdai būtų iš esmės pakeisti. Nauja sistema turėtų būti tvarkoma pagal taisyklių rinkinį — gal paremtą sutartimi, panašia į Bretono Vudso sutartį; tos taisyklės turėtų reguliuoti centrinių bankų kišimąsi į valiutų keitimo rinką. Valstybės sutarties dalyvės įsipareigotų laikytis tam tikrų normų, pagal kurias vyktų jų intervencijos į valiutų rinką ir tarptautinių rezervų atsargas, ir atsisakyti kitokių priemonių. Laikytis kai kurių iš šių įsipareigojimų nesusidarytų daug išlaidų; netgi be sutarties dauguma šalių elgtųsi daugiausia taip, lyg laikytųsi tam tikrų įsipareigojimų. Kadangi įsipareigojimų laikymasis kainuotų (šalys dalyvės būtų įpareigotos taikyti priemones, kurių be sutarties jos nebūtų taikiusios), kyla klausimas, ar ilgai jos laikytųsi įsipareigojimų ir nepaisytų savo nacionalinių interesų. Kitas klausimas, kokio pobūdžio sutarimo sutartyje gali būti pasiekta; sutarčių, kurios neatitinka nacionalinių interesų, pvyzdžiui, Smitsono susitarimo (Smithsonian Agreement) ar Prancūzijos konstitucijos, greitai pradedama nepaisyti.

Taigi pagrindinis klausimas yra tarptautinės pinigų sistemos pokyčių įtaka nacionalinėms pinigų politikoms. Svarbu yra, ar ilgai centrinių bankų pastangos susieti ar reguliuoti savo valiutos vertę valiutų keitimo rinkoje gali lemti tokį valiutos kursą, kuris labai skirtųsi nuo to, kurį šalis būtų turėjusi be tų pastangų. Intervencija gali labiau veikti trumpo (kelių mėnesių ar metų), o ne ilgesnio laikotarpio valiutos kursą. Ilgo laikotarpio valiutų kursus lemia santykinės kainos ir pajamos, be to, santykinių nacionalinių kainų lygio pokyčių prognozės.

Ar tarptautinės pinigų sistemos pertvarkymo priemonės sėkmingai veiks ir ilgesnį laiką (dvidešimt ar trisdešimt metų), priklauso nuo santykio tarp prisiimtų įsipareigojimų ir vyraujančių piniginių ir net politinių ryšių. Infliacijos laikotarpiu pritaikyti susieto valiutos kurso sistemą būtų sunku; vienas iš infliacijos bruožų yra tai, kad labai skiriasi įvairių šalių kainų lygio kilimo tempas ir kainų lygis labai nevienodai didėja vienais ir kitais metais, todėl šalys dažniausiai mano, kad vidinės ekonominės išlaidos palaikyti kainų lygio atitikimą per ilgą laikotarpį yra per didelės.

Kad siūlomos tarptautinės pinigų sistemos pertvarkymo priemonės būtų priimtinos, jos turi atitikti didžiųjų šalių politinės ir ekonominės galios santykį. Aukso standartas sėkmingai galiojo tada, kai Didžioji Britanija buvo dominuojanti ekonominė galia, ir jos politika lėmė stabilų pasaulinių kainų lygį. Bretono Vudso sistema klestėjo tuo laikotarpiu, kai vyravo JAV politinė ir ekonominė galia ir stabilų kainų lygį lėmė JAV ekonominė politika. Kai JAV ekonominės pozicijos susilpnėjo, o Vokietijos ir Japonijos sustiprėjo, paaiškėjo Bretono Vudso sistemos trapumas. Tačiau sistema žlugo tada, kai JAV kainos ėmė didėti sparčiau negu 5 procentais per metus. Bet koks naujas susitarimas turi atitikti bent jau trijų didžiųjų ekonomikos centrų — Jungtinių Amerikos Valstijų, Europos bendrijos ir Japonijos — ekonominės galios santykį. Pasiūlymai, kuriuose reikalaujama, kad valdžia būtų labai centralizuota, nebus priimtini tol, kol atkakliai ginami nacionaliniai interesai.

Tarptautinės sistemos pakeitimai liečia sudėtingą įvairių šalių interesų susikryžiavimą. Tik nedaugelis centrinių bankų bankininkų ir iždo pareigūnų stengiasi, kad kuo geriau būtų patenkinami visuotiniai, bendrieji pasauliniai interesai. Nagrinėdami šiuos klausimus, daugelis jų remiasi nacionaline posakio „O kas man iš to?“ variacija. Kiekvienos šalies politikos veikėjai analizuoja, kokių išlaidų sudarytų ir kokios naudos duotų vienas ar kitas pasiūlymas, kaip jis paveiktų jo rėmėjų gerovę, ar padėtų realizuoti šalies vyriausybės tikslus. Palyginti nedaugelio šalių pinigų sistemai vadovaujančios institucijos sutiktų su pasaulio interesus atitinkančiais pasiūlymais, jeigu tų pasiūlymų vykdytojams tai daug kainuotų.

Tarptautinės pinigų sistemos problemos pasidaro ypač keblios, kai labai skiriasi nacionaliniai interesai. Skirtumas tarp to, kokius ekonominius tikslus laiko svarbiausiais vienos šalys ir kokius — kitos šalys, yra daug didesnis už nuomonių skirtumus šalies viduje. Be to, šalies viduje paprastai yra numatytos teisinės procedūros (dažnai pagrįstos rašytine konstitucija), nustatančios, kas yra naudinga visuomenei, arba bent jau išsprendžiančios konfliktus, o grupės šalių bendrųjų interesų nustatymo būdai nėra aiškūs. Klausimus išspręsti būtų lengviau, jeigu šalių interesai mažiau keistųsi ir būtų daroma daugiau nuolaidų. Dažnai yra siūloma, kad valstybių vadovai koordinuotų savo politiką. Bet toks pasiūlymas dažnai nepaiso nacionalinių interesų skirtumų. Kadangi tie interesai kinta lėtai, svarbiausias klausimas yra, kokia tarptautinių priemonių sistema patenkintų daugelio skirtingų šalių interesus.

SANTRAUKA

1. Tarptautinės pinigų sistemos problemų priežastis — skirtingi šalių interesai.
2. Bretono Vudso susietų valiutos kursų sistema žlugo dėl padidėjusios pasaulinės infliacijos ir keleto šalių pastangų palaikyti savo infliacijos procentą mažesnį už Jungtinių Valstijų.
3. Jeigu šalys sujungtų savo valiutas arba įsteigtų valiutų sąjungą, jos gautų naudą, nes išnyktų įvairios išlaidos, susijusios su valiutų rinka, kurioje viena šalis vykdo operacijas su kitomis; žinoma, jų ekonominė gerovė galėtų ir nukentėti, išskyrus atvejus, kai šalių ekonomikos ciklai ir prekyba yra panašūs.
4. Per pastarąjį šimtą metų didžiųjų pramoninių valstybių valiutų kursai beveik visą laiką buvo susieti, išskyrus du laikotarpius — pirmuosius penkerius 3 dešimtmečio metus ir nuo 1973 metų.
5. Valiutų kursų svyravimas 8 dešimtmetyje neatitiko to, ką buvo teigę svyruojantį kursą pasiūliusieji. Taigi valiutų kursų kaita buvo didelė, ir šalys turėjo daug mažesnę pinigų sistemos nepriklausomybę negu buvo pageidavusios.
6. 7 dešimtmetyje buvo daug kalbama apie tarptautinių rezervų aktyvų mažėjimą; tačiau 8 dešimtmetyje tarptautinių rezervų aktyvai augo labai sparčiai.
7. Rinkoje padidėjusi aukso kaina padarė didžiausią poveikį centrinių bankų piniginio aukso atsargų vertei. Daugelio bankų interesai būtų patenkinti, jeigu būtų susitarta, kad auksas vėl būtų naudojamas finansuoti mokėjimų deficitą.
8. JAV doleriais išreikštų aktyvų atsargos yra antras pagal dydį tarptautinių rezervų aktyvų komponentas po piniginio aukso atsargų. Jungtinės Amerikos Valstijos turėjo beveik neabejotiną naudą iš JAV doleriais išreikštų aktyvų užsieninės paklausos.
9. Specialiosios skolinimosi teisės ir rezervai Tarptautiniame valiutos fonde sudaro tik nedidelę tarptautinių rezervų dalį. Kadangi dėl tų komponentų žymaus padidinimo šalys privalo susitarti, maža tikimybė, kad šie rezervų aktyvų komponentai daug padidėtų.

PAGRINDINIAI TERMINAI

svyruojantis valiutos kursas	floating exchange rates
susietas valiutos kursas	pegged exchange rates
slankiojo susieto valiutos kurso sistema	crawling–peg exchange system
optimali valiutos teritorija	optimal currency area
Europos bendrija	European community
Europos valiutos vienetas (ekiu)	European currency unit (ECU)
rezervų aktyvai	reserve assets
piniginis auksas	monetary gold
reguliuojamas svyravimas	managed float
Europos pinigų sistema	European Monetary System

KLAUSIMAI IR UŽDUOTYS

1. Aptarkite nacionalinių valiutų palaikymo išlaidas ir naudą. Kodėl didžiosios Vakarų Europos šalys gali manyti, kad šiuo metu yra tinkamas laikas sujungti jų valiutas?
2. Aptarkite pagrindinius argumentus, kurie remia svyruojančius valiutų kursus, ir tuos, kurie remia reguliuojamų kursų sistemą. Kokių prielaidų reikia, kad didžiosios šalys vėl susietų savo valiutas?
3. 7 dešimtmetyje didžiųjų šalių oficialiosios finansų institucijos buvo susirūpinusios dėl tarptautinių rezervų trūkumo. Aptarkite padėtį, pagal kurią galima būtų nuspręsti, kad tarptautiniai rezervai yra per maži ar per dideli.
4. Kodėl ryšys tarp rezervų pasiūlos ir paklausos per paskutinį dešimtmetį pakito?

LITERATŪRA

J. Carter Murphy. The International Monetary System: Beyond the First Stages of Reform. Washington, D. C., American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1976. Liberalus požiūris į tarptautinės pinigų sistemos pokyčius.

Wilson E. Schmidt. The U.S. Balance of Payments and the Sinking Dollar. New York, New York University Press, 1979. Iš pavadinimo matyti, apie ką rašoma.

Dalykų ir vardų rodyklė

abipusis norų sutapimas 20
abipusiškumo principas 165
Acheson Keith 193
agentai 56–57
akceleratoriaus principas 282
akcijos 19, 34–35
  Δ dividendai 35, 45, 46, 47
  Federalinių rezervų politika ir Δ 472
  infliacija ir Δ 23–24, 40, 472
  Δ investicijos 198
  kapitalas ir Δ 34–35, 45–46, 212
  korporacijos ir Δ 45, 47, 77–79
  Δ likvidumas 29
  Δ nuosavybė 34–35
  Δ paklausa 47, 48–49
  palūkanų norma ir Δ 42
  paprastosios Δ 34–35
  pelnas iš Δ 41–42, 43
  Δ rizikingumas 38–39
  skolos ir Δ 33–35
  smulkios Δ 78–79
  tretinė Δ rinka 79
  Δ kaip turtas 32, 34–35, 37
  Δ vertinimas 49–51, 79
akcijų brokeriai 58
akcijų paketo tvarkytojai 50
akcijų rinka 78–79, 400
  Δ 8 dešimtmetyje 40
  efektyviųjų rinkų teorija ir Δ 49–51
  Juodasis pirmadienis (1987.X.19) 416, 436
  Δ kainų kilimas ir kritimas 50–51
  firmų Δ 78–79
  kreditai akcijų rinkai 435
  marža kaip Δ kontrolės priemonė 435
akcinės bendrovės 34 *išn.*, 58, 129
akcininkai 34–35, 45, 46
akcinis kapitalas 45–46
akredityvas 153
aktyvai 18
  deklaruotieji Δ 591–593
  finansiniai Δ 68–72
  komercinių bankų Δ 134, 138–151, 401
  pajamas teikiantys Δ 140–148
  pasyvai ir Δ 40–42
  paskolos kaip Δ 140–148
  pirminiai rezervai kaip Δ 138–140
  Δ rezervai 139–141
  rezervų reikalavimai ir Δ 138–140
  Δ rizika 34–48
  Δ skolinių įsipareigojimų terminai 151
  šalutiniai Δ 150
  Δ valdymas 150–151
  vertybiniai popieriai kaip Δ 140–141
  dar *ž lėšos, turtas*
Alchian Armen 31
Aliber Robert Z. 553, 578
Amerikos fondų birža 78, 86
Amerikos bankas (Kalifornija) 113, 134
amortizacijos atskaitymai
  Δ kaip naudojimo išlaidų komponentas 277
  pradinės kainos ir atkuriamosios vertės Δ 413
Amsterdamo bankas 161
Andersenas Lionalis (Leonall Andersen) 373
Andželis Veinas (Wayne Angell) 465
Angell Wayne 465
Anglijos bankas 175, 540, 546
anticiklinė pinigų politika 483–502
  iždo politika ir Δ 423
  Δ ir monetaristų prieštaravimai 526
  specialiosios žinios ir Δ 526
  dar *ž iždo politika, pinigų politika*
antimonopolinė politika 547
antpelniai 49
Antrasis bankas (JAV) 102
II pasaulinis karas
  Federalinių rezervų politika per Δ 511–513
  vartojimo kreditai per Δ 435–436
antrinė rinka 49
apyvartos greitis 226, 265–267, 287
  Δ per Didžiąją depresiją 367, 509–511
  kiekybinė teorija ir Δ 367–368
  Δ nestabilumas 326–327
  pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 527
  stabilus Δ didėjimas 527
  Δ per 1981–1982 m. nuosmukį 519
apsauga 53–54, 79, 152, 208–209
apsaugojimas nuo rizikos 40–41
apsaugoti nuo rizikos finansai 403
apskaita rinkos verte 205
arbitrai 72, 561
Argentina 147
atlyginimas (darbo užmokestis)
  darbo rinkos ir Δ 583
  Δ pagal Filipso kreivę 352–355
  Δ indeksavimas 363
  infliacija ir Δ 361–362
  Δ pagal monetarizmo teoriją 378–379
  Δ pagal naująją klasikinę teoriją 391–394, 397–398
  nedarbas ir Δ 351, 356, 363–364, 378
  Δ nelankstumas 391–392
  pasiūlos šokai ir Δ 358–359
  politiniai ekonomikos ciklai ir Δ 496–497
  Δ pagal postkeinsistinę teoriją 402–403
  Δ profesines sąjungas turinčioje pramonėje 352, 364

realiojo likučio reiškinys ir Δ 382–384
atlyginimų ir kainų spiralė 359
atnaujinamasis kreditas 143
atpirkimai, paremti dideliais įsipareigojimais 211–212
atpirkimo sutartys 137, 428
atsisakymas teikti paskolas (tam tikrų rajonų gyventojams) 120
atvirosios rinkos operacijos 181, 250, 252, 426–429, 508, 513
  apskaitos kontoros atliekamos Δ 426–427
  atpirkimo sutartys 428
  BNP ir Δ 441–445
  Δ per Didžiąją depresiją 508–509
  gynybinio pobūdžio ir aktyvios operacijos 428
  Δ su JAV iždo vekseliais 426–429
  Δ privalumai 429
  rezervų reguliavimas per Δ 249, 428–429
  dar *↑ Federalinis atvirosios rinkos komitetas*
aukcioninės (varžytynių) rinkos 67, 71–72, 74, 77
auksakaliai 101
auksas 372
  centrinių bankų laikomos Δ atsargos 590
  Δ gavyba 372, 373
  infliacija ir Δ paklausa 581–582
  JAV Δ atsargos 590, 591
  Δ kaip pinigai 373
  piniginis Δ 589, 591
  prekinė Δ vertė 174, 581, 589–591
  Δ – tarptautiniai pinigai 590–591
  Δ tarptautiniuose rezervuose 590–591
aukso devizų standartas 545–547
  aukso pasiūla ir Δ 545–546
aukso kaina 581–582
aukso nutekėjimas 508
aukso rinka 568
aukso standartas 373
  Δ – alternatyvus pinigų standartas 531–532
  Δ apibrėžimas 540
  aptarnavimo mokestis 541
  atvirkščias priežastingumas pagal Δ 373
  aukso pasiūla ir Δ 532
  centriniai bankai ir Δ 541
  Δ per Didžiąją depresiją 507
  Federaliniai rezervai ir Δ 504
  Federalinių rezervų galia ir Δ 532
  infliacija ir Δ 532
  istoriniai argumentai grįžti prie Δ 590
  kainų pastovumas ir Δ 590
  nesubalansuoti mokėjimai ir Δ 542
  pagrindinės valiutos pagal Δ 540
  pinigų pasiūlos kontrolė ir Δ 532
  pinigų politika ir Δ 483
  Δ per I pasaulinį karą 544–545
  prekių kainų lygio stabilumas ir Δ 543–545
  šlubuojantis Δ 541
  tarptautiniai rezervai ir Δ 541
  užsienio valiuta ir Δ 532
  valiutos paritetai pagal Δ 569–570
  „žaidimo taisyklių" koncepcija 543
Australija 74
Austrijos–Vengrijos imperija 545
automatinis finansavimas 590
Avery Robert 31
Axilrod Stephen 467

Baa obligacijų palūkanų norma 506–507
Babilonija 101
Bach G.L. 424
Bachreinas 559
Badžetas Volteris (Walter Bagehot) 174
Bagehot Walter 174
Bahamų Salos 164
  užsieninė bankininkystė ir Δ 166
bankai 100–155
  aiškios ir numatomos Δ palūkanos 135–136
  Δ akcijos 42
  Δ akcinis kapitalas 107–109
  Δ aktyvai 134, 138–150, 401
  aktyvų ir pasyvų valdymas 150–151
  Δ antrinis kapitalas 205
  apsaugotas (saugus) Δ 206–207
  asmeninių santaupų indėlininkai ir Δ 118
  Δ balansas 134–139, 401
  bankai slapukai 102
  čekinės sąskaitos 136
  diskonto norma ir Δ 429–433
  Δ diversifikacija 209–210
  draudimas atsisakyti duoti paskolas socialinių mažumų susitelkimo vietose 120
  Δ dukterinės firmos 162–163, 209–210
  Δ federalinių fondų rinkoje 136–137
  Δ FIDK nariai 105
  Δ filialai 119
  Δ FRS nariai 104, 105, 107
  Δ holdingo bendrovės 117, 119, 202–203
  Δ kaip indėlių įstaigos 57, 61, 100
  Δ informacijos viešumas 205–206
  investicijų Δ 58, 153, 210–211
  Δ ir įsiskolinusios šalys 148–149
  Δ istorija 100–104
  Δ jungimasis 125, 126–127
  Kalifornijos bankas 119
  Δ kapitalo reikalavimai 203–205, 207
  Δ konkurencija 203
  kooperatyvų Δ 60
  Δ kreditai 401
  Δ mokesčių pajamos 153
  moralinis spaudimas ir Δ 436–437
  neapdraustieji Δ 105
  Δ obligacijos 205, 211
  Δ pasitikėjimo operacijų departamentas 153–155
  Δ pasyvai 69, 134–138
  Δ pasyvų valdymas 150, 152
  Δ paskolos silpnos ekonomikos šalims 147–149, 196–200, 202, 205

Δ paskolos užsieniui 202
Δ perkami fondai (lėšos) 150–151
pinigų pasiūla ir Δ 174
pinigų rinka ir Δ 152, 153
pinigų sistema ir Δ 18
reformų rekomendacijos (pasiūlymai) 203–209
Δ registracija 104, 203
Δ reguliavimas 61–63, 161, 163–165, 176–177, 213
rizikos prisiėmimas 108–109, 153, 200–202
skolinimo viršijant indėlio sumą privilegija 225
100 procentų 207 *išn.*, 233
taupomieji ir komerciniai Δ 129–130
taupomosios organizacijos ir Δ 100–101, 203–204
Δ tikrinimas 104–107
Δ tradicinės veiklos keitimas 152–153
Δ tvarkoma mokėjimų sistema 63, 100
užsienio valiutų rinka ir Δ 153, 556–557
Δ vertinimas 106
vyriausybės vertybiniai popieriai ir Δ 74–76
dar *ž bankininkystė, bankų bankrotai, centriniai bankai, indėliai, tarptautinė bankininkystė, taupymo ir paskolų asociacijos, taupomieji bankai, užsieninė bankininkystė*
bankai slapukai 102
bankininkystė
koncentracija bankininkystėje 117–119
korespondentinė Δ 116–117
dar *ž bankai*
Bankininkystės aktas (1933) 122, 177
bankininkystės internacionalizavimas 158, 159–163
bankininkystės veiklos keitimas 152–155
banknotai 101, 102, 103, 528
banko akceptuotas vekselis 137–138
banko akcinis kapitalas 107–109
banko nuosavasis kapitalas *ž banko akcinis kapitalas*
bankrotai 34, 201–203, 403, 404
Δ apibrėžimas 101
bankų bankrotai
centriniai bankai ir Δ 174, 177
Δ dažnumas ir dydis 112–114
Δ XIX a. 102–103
Δ per Didžiąją depresiją 17, 57, 62, 104, 108, 110–112, 176–177, 210–211, 505–506, 509–510
Federalinių rezervų politika ir Δ 404, 416
FIDK ir Δ 108–114
finansinė panika ir Δ 57, 504
Δ griaunamasis poveikis 209
indėlių atsiėmimas ir Δ 63, 177, 209
indėlių išmokėjimas prieš Δ 110
indėlių prisiėmimas ir Δ 110
mokėjimų grynaisiais pinigais nutraukimas ir Δ 510
mokėjimų mechanizmai per Δ 63
nacionalinė bankų sistema ir Δ 102–103
pinigų pasiūla Δ metu 62–63
rizikos prisiėmimas ir Δ 202–209
sukčiavimas ir Δ 511
Δ per 1981–1982 m. nuosmukį 518–519
Δ ir užsieninės bankininkystės sistemos 165–166
žemės ūkio produktų kainos ir Δ 511
bankų sukčiavimas 511
Baras Robertas (Robert Barro) 285, 389
„Barclays Bank" 159, 162
Barnett William 230
Barry James 527 *išn.*
Barro Robert 285, 389
Baumol William 328
Beck Nathaniel 193
Beikerio planas 197–198, 199
Beikeris Džeimsas (James Baker) 197
Belgija 588
bendrasis nacionalinis produktas (BNP)
destabilizuojamoji politika ir Δ 526
Δ didėjimas 40
Federalinis atvirosios rinkos komitetas ir Δ 440–444
Δ — Federalinių rezervų užduotis 440–447
finansų aparatas ir Δ 32
investavimas į atsargas ir Δ 376
IS ir LP modelis ir Δ 331–338, 339–346, 400
iždo politika ir Δ 331–346, 370
Japonijos Δ 372
JAV Δ 370–371
kiekybinė teorija ir Δ 367, 370–374
naujoji klasikinė teorija ir Δ 389, 395–397
nominalusis ir realusis Δ 263, 440–441, 445–446
pajamų apskaičiavimas pagal Δ 270, 324
pinigai ir Δ 224, 226
pinigų apyvartos greitis ir Δ 326–327
pinigų kiekio pokyčiai ir Δ 371–372
Δ planavimo užduotis 443–446
poveikio vėlavimas ir Δ 483–484
Δ prognozavimas 488–489, 526
realieji ekonomikos ciklai ir Δ 395–397
dar *ž nominaliosios pajamos, pajamos.*
„Bendroji užimtumo, palūkanų ir pinigų teorija" 270, 320, 367, 399–400
bendrojo įsipareigojimo obligacijos 77
bendrojo nacionalinio produkto kainų indeksas 350
Δ per Didžiąją depresiją 505
Δ per 1981–1982 m. nuosmukį 518
„Bendrosios nuomonės" sutartis 513–514
Bendruomenės reinvestavimo aktas (1977) 120
Benishay Haskell 488 *išn.*
Bennett Barbara 133
Benston George 126 *išn.*, 133
Bernanke Ben 523

Bernsas Artūras (Arthur Burns) 187, 425
besivystančiosios šalys ↑ *silpnos ekonomikos šalys*
Biddle Nicholas 102
Bidlis Nikolas (Nicholas Biddle) 102
bimetalinis standartas 540–541
Black Robert 424
Blinder Alan 425
BNP ↑ *bendrasis nacionalinis produktas*
Bolivija 149
Bomolis Viljamas (William Baumol) 328
Bostonas 73, 79, 418
Brady Nicholas 199
Brayton Flint 481
Brazilija 147, 149, 196, 198
Breidis Nikolas (Nicholas Brady) 199
Breidžio planas 199–200
Bretono Vudso sistema 540
  Didžioji Britanija ir Δ 547
  JAV mokėjimų deficitas ir Δ 549–550
  Δ sukūrimas 547
  valiutų paritetai pagal Δ 550, 569
  Δ žlugimas 550–551, 562, 594–596
  dar ↑ *Tarptautinis valiutos fondas*
Bryant William 230
Brinson Gary P. 81
Britanijos ir užjūrio bankas 161
Briuselis 558
brokerių firmos 53
Bronfenbrenner Martin 535
Brumbaugh R. Dan 133
Brunerio ir Melcerio modelis 386–388
  Keinso teorija ir Δ 386
  obligacijos ir Δ 386–387
  perdavimo procesas ir Δ 471–473
  pusiausvyra ir Δ 386–387
  vyriausybės deficitas ir Δ 386–387
Bruneris Karlas (Karl Brunner) 31, 247, 264, 345, 367, 386–388, 447, 463, 524, 535
Brunner Karl ↑ *Bruneris Karlas*
Burger Albert E. 247, 256
Burns Arthur 187, 425
Bush George 127
būsimi nedelsiamojo keitimo kursai 563–564
būsimoji vertė 82, 83–86
Bušas Džordžas (George Bush) 127

Cacy J. 247
Cagan Phillip 371
Carter Jimmy 181, 414, 433, 435, 515, 517
centriniai bankai 173–194
  aukso devizų standartas ir Δ 545–546
  aukso standartas ir Δ 540–541
  bankų bankrotai ir Δ 174–177
  darbo rinkos ir Δ 583
  FIDK ir Δ 174
  Δ funkcijos 174–175
  Δ įprastinės funkcijos 174–175
  iždo paskolos iš Δ 175
  Δ jungimas 584
  Δ kilmė 173–174
  Δ kontroliuojamas pinigų kiekis 174, 402–403, 423
  Δ kuriami rezervai 175
  Δ laikomos aukso atsargos 591
  Δ nepriklausomybė 190
  Δ kaip paskutiniai skolintojai kritiniu atveju 174
  Δ paslaugos komerciniams bankams 174–175
  privatieji pinigai ir Δ 532–533
  Δ sociologija 556
  Δ tarptautinių rezervų aktyvai 571
  užsieninė bankininkystė ir Δ 169, 170
  Δ ir užsienio valiutos rinka 569–571
  valiutos optimalios teritorijos problema ir Δ 571
  vidiniai ekonominiai tikslai ir Δ 571
  Δ kaip vyriausybės įstaigos 173, 175
  vyriausybės skola ir Δ 90–91
  dar ↑ *bankai, Federalinė rezervų sistema*
Chant John 193
Christ Carl 386
„Citibank“ 197
„Citicorp“ 162
Ciurichas 73, 77, 92, 93, 159, 558
Clark J. M. 307
Clifford A. Jerome 190 *išn.*
Conrad Joseph 313
Coombs Charles 553
Crane Roger 527 *išn.*
„Credit Agricole“, bankas 162
Culbertson John 188 *išn.*

čekiai
  elektroninio atsiskaitymo sistema ir Δ 27–28
  Federalinių rezervų kliringo sistema ir Δ 115
  grynieji pinigai ir Δ 19
  Δ kliringas 103, 115–116, 175, 176
  Δ kliringo privačios firmos 115
Čikaga 71, 73, 78, 159, 559, 560
Čikagos prekybos birža 74
Čikagos prekybos taryba 71

dabartinė vertė 82, 83–86
„Dai-Ichi Kangyo Bank“ 162
darbas, Δ pasidalijimas 33
darbininkai, dirbantys ne visą darbo savaitę (ar dieną) 351, 412
Darbo departamentas 185
darbo jėgos kaina 358
  pasiūlos šokai ir Δ 358–359
darbo rinka
  apibrėžimas 583
  realusis turtas ir Δ 384
darbo užmokestis ↑ *atlyginimas*
Davidson Paul 406

De Bond Werner 66
deklaruotieji aktyvai 591–593
depresija *ţ Didžioji depresija*
Detroitas 73
Deutsche Bank *ţ Vokietijos bankas*
didesnis informacijos viešumas 205–206
didmeninės rinkos 67, 71
didmeninių kainų indeksai 543–544
Didžioji Britanija
  aukso devizų standartas ir Δ 526, 545–547
  aukso standartas ir Δ 545, 596
  Δ bankininkystės sistema 101, 541
  bankų jungimasis 161
  Bretono Vudso sistema Didžiojoje Britanijoje 547
  didieji Δ bankai 159, 162
  Δ ekonominė galia 596
  ekonominė įtampa tarp JAV ir Δ 546
  Δ pinigai ir nominaliosios pajamos 370–371
  prekių mainų lygis Didžiojoje Britanijoje 544
  Tarptautinio valiutos fondo paskolos Δ 548
  užsieninės bankininkystės reguliavimas Didžiojoje Britanijoje 166–167
Didžioji depresija 201, 504–512
  aukso nutekėjimas per Δ 508
  bankų bankrotai per Δ 17, 57, 63, 104, 109, 110–111, 177, 211, 416, 506, 509
  Δ chronologija 505
  diskonto norma per Δ 506, 507
  Federalinių rezervų politika per Δ 416, 507–512, 513
  Frydmeno ir Švarco aiškinimas 508–512
  įvairūs Δ vertinimai 508–512
  iždo politika per Δ 513
  Keinso teorija ir Δ 320, 374–376, 504, 509
  kiekybinė teorija ir Δ 367, 504
  komerciniai popieriai ir Δ 507–508
  Δ monetaristų aiškinimas 507–509, 511–512
  nedarbas per Δ 17, 356, 394, 398, 505
  palūkanų normos per Δ 506, 508
  pinigų kiekis per Δ 505, 510–512
  Δ kaip prigimtinė kapitalistinės sistemos yda 375–376
diskonto norma 18, 86, 429–434
  atvirosios rinkos palūkanų normos ir Δ 434
  Δ per Didžiąją depresiją 506, 508
  federalinių fondų palūkanų norma ir Δ 430–432, 461
  infliacija ir Δ 433
  Δ kitimas 433
  paskelbimo poveikis ir Δ 433–434
  plėtros politika ir Δ 433
  visa paskolų apimtis ir Δ 432–433
dispersija 485–486
diversifikacija 41–42
diversifikacijos rizika 41–42
dividendai 35
doleris, Australijos Δ
  sutartys ateičiai 74
doleris, JAV Δ
  Δ 8 dešimtmečio nuvertėjimas 550–551
  Δ pagal aukso standartą 540–541
  Δ centriniame banke 570
  D. Britanijos svaro sterlingų ir Δ keitimo kursas 545–546
  deklaruotieji aktyvai ir Δ 591–593
  mokėjimų deficitas ir Δ 550
  Δ pirkimo ir pardavimo kainos atotrūkis 572
  Δ kaip rezervų aktyvai 591–593
  Smitsono susitarimas ir Δ 550–551
  Δ kaip susieta valiuta 585
  Δ ir tarptautinė bankininkystė 158, 159
  Δ ir tarptautiniai rezervai 546
  Δ 1933–1934 m. nuvertėjimai 546
  Δ užsieninė rinka 158, 159, 163–164, 167, 171
  Δ užsienio centriniuose bankuose 589
  užsienio valiutos paritetas doleriais 570
  užsienio valiutų santykis su Δ 18
  Δ valiutos teritorijos 555
  Δ valiutų rinkoje 73, 93, 166, 189, 196, 225, 418–419, 516, 555, 557–559, 592–593
  Δ kaip vertės matas 25
  vertybiniai popieriai doleriais 92–94, 95–96, 97
  Vokietijos markė ir Δ 566–567, 570–571
doleris, Kanados Δ 73, 74, 550
Dornbusch Rudiger 289
Doro skolinimo įstatymas 120
Dotsey Michael 328
Dou ir Džonso pramoninis indeksas 79
Draisdeilio vyriausybinių vertybinių popierių korporacija 436–437
draudimas 32, 51–52
draudimo bendrovės 53, 141, 206
draudimo nuo nelaimingų atsitikimų bendrovės 59
draudžiamasis likutis 317–320
Dresdeno bankas 159
duomenys, patikslinti pagal sezonus 228
Dwyer Gerald 380
dviguboji apskaita 69
dvigubų įrašų sąskaityba 573, 576
Džeksonas Andru (Andrew Jackson) 102
Džonsonas Lindonas B. (Lyndon B. Johnson) 362
Džordanas Džeris (Jerry Jordan) 373

ECU (European currency unit) *ţ ekiu*
Edžo akto korporacijos 165
efektyviųjų rinkų teorija 49–51, 58
einamosios sąskaitos balansas 575–576
einamosios sąskaitos knygelė 136

einamosios sąskaitos paskolos 155
Eisenhower Dwight D. 514
Eizenhaueris D. Dvaitas (Dwight D. Eisenhower) 514
ekiu (Europos valiutos vienetas) 593
ekonometriniai modeliai
  Frydmenas ir Δ 369
  Δ Keinso teorijoje 375
  MPS modelis 477–478
ekonomika 291–311
  lanksčios kainos 301–309
  nelanksčios kainos 308–309
  pajamų mokestis ir infliacijos poveikis 309–311
  paprastoji Δ 291–292
  tvirtos kainos 292–301
ekonomikos ciklas
  alternatyvūs pinigų standartai ir Δ 525
  Federalinių rezervų užduotys ir Δ 451
  Δ pagal naująją klasikinę teoriją 395–400
  pinigų politika ir Δ 484–486
  politinis Δ 190–191, 495–496
  postkeinsistinė teorija ir Δ 403–404
  poveikio vėlavimas ir Δ 485–486
  PI didėjimo greitis ir Δ 461–462
  dar *↑ Didžioji depresija, infliacija, nuosmukis, realieji ekonomikos ciklai*
ekonomikos kilimas 415, 420
ekonomikos sistemų nestabilumas 375–378
ekonomistai
  racionaliojo numatymo teorija ir Δ 306–308
  Δ teoretikai 185
  žmonių numatymas ir Δ 305–307
eksportas
  JAV Δ mažėjimas 196, 592–593
  Δ ir mokėjimų balanso sąskaitos 573, 575
  palūkanų norma ir Δ 333–334, 473–475
  Δ ir prekybos balansas 573–576
  Δ į silpnos ekonomikos šalis 196, 197
  Δ ir visuminė paklausa 285
  dar *↑ importas*
elektroninės mokėjimų sistemos 27–28, 322–323
elektroniniai ryšiai 19, 48, 67, 73
Epstein Gerald 508
eurodoleris 87, 150, 221, 225
  Δ apibrėžimas 159
  indėliai kita valiuta ir Δ 158
  Δ obligacijos 92
  Δ ir tarptautinės bankininkystės antplūdis 158, 159
euromarkė 159
euroobligacijų rinka 77–78
Europos bendrija 584–585, 593, 596
Europos pinigų sistema 588
Europos valiutos vienetas (ekiu) 593
Executive Office of the President 523
Fackler James 467
faktoringas 60
FARK *↑ Federalinis atvirosios rinkos komitetas*
Federalinė gyvenamųjų namų hipotekos kredito korporacija 60
Federalinė gyvenamųjų namų statybos administracija 60, 122
Federalinė indėlių draudimo korporacija (FIDK) 105, 122, 130, 258
  Δ ir bankų bankrotai 57, 108–114, 130
  centrinio banko funkcijos ir Δ 174
  dukterinės bankų firmos ir Δ 210
  indėlių prisiėmimas ir Δ 110
  Δ istorija 110–114
  kapitalo poreikis ir Δ 108–109, 140, 204–205, 207
  Δ narystė 105
  Δ nustatytos indėlių draudimo sumos ribos 108–110
  per didelės rizikos prisiėmimas ir Δ 195, 201–202
  reformų siūlymai 203–208
  Δ viešumo reikalavimas 206
Federalinė nacionalinė hipotekinio kredito asociacija 60, 427
Federalinė patarėjų taryba 182
Federalinė rezervų sistema, Federaliniai rezervai, FRS
  Δ ir atvirosios rinkos operacijos 181
  aukso standartas ir Δ 503
  bankai FRS nariai 104–105, 107, 177, 178
  Brunerio ir Melcerio modelis ir Δ 387–388
  Δ centralizavimas 176–177
  čekių kliringas 115–116
  defliacija 191
  dolerio kursas ir Δ 189, 504
  federalinės skolos ir Δ 74–75, 423
  Δ finansai 185–186
  finansinė panika ir Δ 504
  galios pasiskirstymas Δ viduje 182, 184
  infliacija ir Δ 18, 185, 190, 191, 212, 414, 422, 495–497, 514–517
  įstatymai ir Δ 177, 187–189
  Δ įtaka numatymui 296–297
  Iždo departamentas ir Δ 175–177, 189, 190 *išn.*, 423, 513–514
  Kanados bankas ir Δ 584
  Δ keičiami rezervai 249–253, 256–259
  Δ 4 dešimtmetyje 177
  Kongresas ir Δ 180, 184–189, 421, 436, 445, 463, 495, 496, 498, 513–514, 517, 519, 521
  kreditai ir Δ 435–436
  Δ kūrimas 416, 503
  monetarizmo teorija ir Δ 526
  neoficiali Δ struktūra 182–185
  Δ nepriklausomybė 186–192
  oficiali Δ struktūra 176–182
  Δ pasipriešinimas spekuliacijai 504

pasiūlos šokai ir Δ 358–359, 420
Δ pasyvai 69
pinigų apibrėžimai, vartojami Δ 223–224
pinigų kiekio dinamikos duomenys ir Δ 226–229
pinigų multiplikatoriaus kitimas ir Δ 254–255
Δ ir pinigų politika 189
Δ pirmininkas 180–181, 184, 187
politiniai debatai dėl Δ 188–190
politinis ekonomikos ciklas ir Δ 190–191, 495–497
prezidentas ir Δ 176–177, 180, 184, 186, 191, 422, 495, 497
Δ primesta taisyklė *Q* 122–123
Δ procedūros 462–465
realiųjų vekselių doktrina ir Δ 503–504
Δ rėmėjai 185
Δ rezervų reikalavimai 107, 138–140, 177
SEŠ paskolos ir Δ 196
Δ 1979 m. antiinfliacinė politika 361–362
tvirtas pajamas gaunančios grupės ir Δ 185
Δ Valdytojų taryba 177–184, 187, 422, 477, 497, 516
valiutos paskirstymas 231
Δ veiklos pradžia 176, 503–504
vertybiniai popieriai ir Δ 90–91
vietiniai ryšiai 180
vykdomoji valdžia ir Δ 186–187, 191
visuomenės interesai ir Δ 185
federalinė skola 68, 69, 74–75, 90, 211, 334
Federaliniai rezervai ir Δ virtimas pinigais 423
Δ grąžinimo terminų pasiskirstymas 43–44
Federalinės rezervų sistemos aktas (1913) 104, 176, 504
Federalinės rezervų sistemos politika
akcijų kainos ir Δ 472
Δ per II pasaulinį karą 512–513
atvirosios rinkos operacijos — Δ 426–429
„Bendrosios nuomonės" sutartis dėl Δ 513–514
BNP ir Δ 483–484
didelis užimtumas — Δ tikslas 411–412, 416, 419–420
Δ per Didžiąją depresiją 416, 508–512, 513
dirbtinai nustatomos palūkanų normos ir Δ 512–514
Δ diskonto mechanizmas 429–434
ekonomikos kilimas ir Δ 415, 419–420
FRS ginčai su Iždu ir Δ 513–514
FRS veiksmų sekimas ir Δ 433–434
gynybinės ir aktyviosios operacijos ir Δ 428
hipotekinės paskolos ir Δ 435–436
investicijos ir Δ 415
Δ istorija 174
Δ įtaka 470–524
Δ po Juodojo pirmadienio 416
karo metų finansai ir Δ 512
kintamų palūkanų paskolos ir Δ 479–480
Δ per Korėjos karą 513
kreditai akcijų rinkai ir Δ 435
kreditų paskirstymas ir Δ 517
laiko atžvilgiu nesiderinanti Δ 499–500
Δ ir Luko kritika 493–494
monetaristinis eksperimentas ir Δ 520–521
moralinis spaudimas, įkalbinėjimas ir Δ 436–437
MPS modelis ir Δ 476–478, 529
nedarbas ir Δ 360, 495
Δ neefektyvumas 498–499
paketo pusiausvyra ir Δ 470–472
palūkanų normos ir Δ 18, 189, 191, 212, 311–312, 416–418, 455–457, 512–514
pasirinktinės priemonės ir Δ 434–435
patarimai kaip Δ priemonė 436–437
Δ pavojai 415–419
pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 189, 527–529
pinigų paklausos funkcija ir Δ 324–326
pinigų politika ir Δ 181, 189, 212, 326, 414–423
Δ politinės ir administracinės problemos 494–500
politinės pažiūros ir Δ 422
politinis pataikavimas Δ 494–497
Δ poveikio vėlavimo problema 483–490
privalomųjų rezervų pokyčiai ir Δ 434–435
racionalusis numatymas ir Δ 389–392, 475–476, 491–494
realiųjų vekselių doktrina ir Δ 503–504
ribojamoji Δ 417, 418
rinkos veiksniai ir Δ 428
Δ ir siekimas užkirsti kelią bankų bankrotams 404, 416
Δ siekimas užkirsti kelią finansinei panikai 416
stabilios kainos — Δ tikslas 412–414, 416, 419–420, 493
stabilizuojamoji politika 491–493
Šeštadienio nakties ypatingoji politika 516
Δ tikslų alternatyvos 420–422
Δ tikslų konfliktai 419–420
Δ tikslų svarbumas 421–422
tinkamas užsienio valiutos kursas — Δ tikslas 415, 420
Δ 1981–1982 m. nuosmukio metu 518–522
užsienio investicijos ir Δ 418–419
vartojimo išlaidos ir Δ 517
vartojimo kreditai ir Δ 435–436
Δ viešumas 437
visuomenės interesų teorija ir Δ 497–498
dar *ž pinigų politika*
Federalinė taupymo ir paskolų asociacijų draudimo bendrovė 122, 125, 126–128

federalinė vyriausybė
aktyvai ir pasyvai 68–70
Δ kaip ekonomikos sektorius 37, 43
Δ garantuojamos ir draudžiamos paskolos 60–61
Δ kredito žinybos 60–61
obligacijos ir Δ 54
pasitikėjimas Δ 44, 60, 62
Δ santaupos 291, 294
Δ kaip skolininkas 37, 43, 44
Δ vertybinių popierių rinka 96, 513
dar *† vyriausybės išlaidos, vyriausybės kišimasis, vyriausybinis reguliavimas*
federaliniai fondai 136–137, 429–434
diskonto norma ir Δ 429–434
Δ kaip Federalinių rezervų priemonė 457–459
Δ palūkanų norma 457–458, 461–462, 463–465, 516
federaliniai paramos kredito bankai 60, 88
federaliniai rezervų bankai 177–182
Δ „Apžvalgos" 180, 194
Δ direktoriai 178–180
Δ ir Federalinis atvirosios rinkos komitetas 181–182, 185
Δ filialų išsidėstymas 179
Δ FRS nariai 185–186
Δ funkcijos 180
Δ grynosios pajamos 186
JAV iždas ir Δ 175, 186, 423, 513–514
Δ kapitalas 185–186
Δ kūrimas 176
Δ laikomi aktyvai 177
Δ leidžiami banknotai 69, 186
Δ nustatomos diskonto normos 87, 179–180
rezervai ir Δ 249–250
tarptautiniai bankų skyriai ir Δ 170
užsienio bankai ir Δ 164
Valdytojų taryba ir Δ 178, 179, 180–181, 186
Δ vietiniai ryšiai 180
Δ vyriausieji vykdomieji pareigūnai 178–180
federaliniai žemės bankai 60
Federalinis atvirosios rinkos komitetas 181–182, 227
BNP ir Δ 441–446
Δ direktyva 444
federalinių fondų palūkanų norma ir Δ 465–466
Δ ir pinigų politika 419–420, 498–499, 514
užduočių kintamieji ir Δ 444–445
dar *† atvirosios rinkos operacijos*
federalinis deficitas 18, 334
Δ ir Brunerio ir Melcerio modelis 386–388
nominaliosios pajamos ir Δ 284–285
pusiausvyra ir Δ 386–388
santaupos ir Δ 370
visuminė paklausa ir Δ 388
Federalinis vidaus paskolų bankas 88–89, 120
Federalinių rezervų svertai 457–466
Δ apibrėžimas 443
Federalinis atvirosios rinkos komitetas ir Δ 443
federalinių fondų palūkanų norma — Δ 458, 462–463
Federalinių rezervų tikslų ir priemonių santykis su Δ 441–443
Δ įvertinimas 457, 459
Δ kintamieji 443, 457, 459
Δ naudojimas 463–466
pinigų kiekio reguliavimas ir Δ 459–460
rezervai — Δ 457, 459–460, 465
Federalinių rezervų taryba 176, 177
Federalinių rezervų užduotys 440–467
administracinės problemos 454–455
Δ apibrėžimas 442
Δ 8 dešimtmetyje 463–464
BNP — Δ 440–446
destabilizacijos problema ir Δ 453–454
ekonomikos ciklas ir Δ 450
FARK ir Δ 441–442
galimybė apskaičiuoti Δ 446, 448–449
galimybė kontroliuoti Δ 446–447, 450–451
kreditas, arba skolos, — Δ 447, 455–456
nerealios užduotys 447
P2 — Δ 443–445
P3 — Δ 521
palūkanų normos — Δ 454–455
pinigų kiekio didinimas ir Δ 186
pinigų kiekio užduoties traktavimas 462–465
pinigų kiekis — Δ 446, 450–454
politinės problemos ir Δ 446, 454–455, 529
priemonių kintamieji ir Δ 441–442
prisitaikymo ir neprisitaikymo politika 460–461
realusis BNP — Δ 445–446
Δ sąsaja su BNP 446, 451
Δ 6 ir 7 dešimtmetyje 462
tikslų ir priemonių santykis su Δ 440–442, 451–454
Δ tikslumas 446–447, 451
Δ tinkamumas administraciniu atžvilgiu 446–447
Δ nuo 1982 m. rugsėjo ligi šių dienų 465
Δ nuo 1979 m. spalio ligi 1982 m. rugpjūčio mėn. 464
užduočių kintamieji 442–446
valiutos kursas kaip Δ 456
Ferguson Thomas 508
FIDK *† Federalinė indėlių draudimo korporacija*
Fieleke Norman 172
Filadelfija 73, 79
Filadelfijos opcionų birža 74
Filipsas A. V. (A. W. Phillips) 352

Filipso kreivė 352–355, 530
atsižvelgiant į numatymą, patikslinta Δ 352–354
didelio užimtumo atvejis pagal Δ 419–420, 533–534
Δ esant nekintamoms kainoms 352–353
visuminės pasiūlos kreivė ir Δ 358
finansai
trys Δ tipai 403–404
finansiniai įsipareigojimai 68–69, 70
finansininkai 40
finansų bendrovės 59–60
finansų formos 32
finansų įstaigos 53–60
Δ didumas 55, 56
evoliucinis požiūris 195
finansų paslaugų firmos 50–54
Δ finansų rinkose 48–49
finansų tarpininkai 56–60
Δ funkcijos 54–56
indėlių įstaigos 56–57
investicijų paketas 39–41
Δ ir JAV nacionalinis balansas 68, 69
Δ klasifikacija 54–56
neindėlinės įstaigos 57–58
pelno maksimizavimas 32
Δ penkios svarbiausios neišspręstos problemos 195–213
pinigų sistema ir Δ 17, 18
privačių Δ tipai 54–56
vyriausybinės kredito žinybos — Δ 60–61
finansų rinkos 49–60
efektyviųjų rinkų teorija 49–51
finansų tarpininkai 56–60
Δ funkcijos 51
hipoteka ir Δ 52–54
JAV nacionalinis balansas ir Δ 68–71
Δ komponentai 48
Δ mokslinis pagrindimas 152
Δ naujovės 51–53
obligacijos ir Δ 205
obligacijų perkirpimas ir Δ 54
palūkanų normų sukeitimai 54
Δ paslaugos 51–54
privačių įstaigų rūšys finansų rinkose 54–56
Δ rizika 46
Δ savybės 48–51
vertybiniai popieriai su sąlyginėmis palūkanų normomis 54
vyriausybinės kredito agentūros 60–61
vyriausybinis reguliavimas 61–63
Δ visuma 51–54
dar *ž rinkos*
finansų tarpininkai 56–60
akcijų brokeriai — Δ 58
Δ apibrėžimas 51, 56
draudimo nuo nelaimingų atsitikimų bendrovės — Δ 59
finansų bendrovės 59–60
gyvybės draudimo bendrovės 59
indėlių įstaigos 57
investicijų bankai 58
Δ JAV nacionaliniame balanse 68–70
komerciniai bankai 57
kredito sąjungos 57
Δ naudingumas 56–57, 207–208
neindėlinės įstaigos — Δ 57
pinigų rinkos fondai — Δ 59
privatūs pensijų fondai — Δ 58
rinkos netobulumai ir Δ 152
Δ rūšys 57–60
savitarpio fondai — Δ 59
savitarpio taupomieji bankai — Δ 57
taupymo ir paskolų asociacijos — Δ 57
vertybinių popierių dyleriai — Δ 58
vyriausybinis reguliavimas 61–63
firmos, korporacijos
akcijos 45, 46, 47–48, 79
akcijų rinkos vertė 283
Δ apmokestinamosios pajamos 211
nelikvidumas 46–47
Δ nepaskirstytasis pelnas 47
nuosavybės forma 34–35
obligacijos 35–36, 76–77, 91, 96–97, 211, 212
Δ pasitikėjimo operacijų departamentas 153
Δ pinigų atsargos (su savimi laikomi pinigai) 225, 324
sąlyginiai įsipareigojimai 41
skolinimasis 44–48
Δ vertybinių popierių pajamos 152
„First Interstate Bank“ 210
Fischer Stanley 289, 425
Fisher Irving 267, 289, 369
fiskalinė politika *ž išdo politika*
Fišerio lygtis 267
Fišerio reiškinys 305
Fišeris Ervingas (Irving Fisher) 267, 289, 369
Florida 158
fondai 58–59
frankas, Belgijos Δ 549
frankas, Prancūzijos Δ 540, 541, 546, 548, 549
Δ ir užsienio valiutos keitimo operacijos 558
frankas, Šveicarijos Δ 549
pirkimo ir pardavimo sutartys ateičiai 74
rezervai, išreikšti Δ 581, 591
užsieninės bankininkystės rinka 159, 164, 166
vertybiniai popieriai Δ 93, 97
Frankel S. Herbert 31
Frankfurtas 73, 159, 558
Franklino nacionalinis bankas 112
Frydmenas Bendžaminas M. (Benjamin M. Friedman) 81, 347, 455, 467
Frydmenas Miltonas (Milton Friedman) 230, 263, 275, 313, 381, 438, 502, 524, 535, 579
anticiklinė politika ir Δ 494
Brunerio ir Melcerio modelis ir Δ 386

Čikagos universiteto teorija, sukurta Δ 369–374
ekonometriniai modeliai, atmesti Δ 369
Δ „juodosios dėžės“ principas 369
kiekybinė teorija ir Δ 265, 369–374
labai savarankiška pinigų politika ir Δ 526
Δ apie nuosmukį 370–372
Δ apie pinigų kiekio ir nominaliųjų pajamų koreliaciją 370–371
pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 525–526, 530
Δ poveikio vėlavimo modelis 485–486
Δ požiūris į Didžiąją depresiją 507–512
Δ požiūris į hiperinfliaciją 373–374
Δ požiūris į infliaciją 360–361
Δ požiūris į IS bei LP kreives 370
Δ požiūris į palūkanų normas 369
Δ požiūris į pinigų paklausą 368–369
Sent Luiso lygtis ir Δ 373
Δ apie vienintelį uždaviniu kintamąjį 446
Friedman Benjamin M. 81, 347, 455, 467
Friedman Milton 230, 263, 275, 313, 381, 438, 502, 524, 535, 579
Frisch Helmut 366
Froyen Richard 406
FRS telegrafo pervedimai 115
„Fuji Bank“ 162

Galbraith John A. 193
gamyba 550, 551
gamybinės atsargos (produkcijos atsargos)
nenaudojamos atsargos 351
visuminė paklausa ir Δ 271–272
gamybinių atsargų ciklai 376
gamybos apimtis
gamybinių atsargų ciklai ir Δ 376
gamybos didėjimo tempas 281
investicijos ir Δ 281, 282
kainų lygis ir Δ 357–358
pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 525
visuminės paklausos kreivė ir Δ 357–358
gamybos įrengimų nuomojimas 143
gamybos plėtra 77
Gams Carl 467
„General motors“ 60, 90
gyvenamųjų namų statyba 478–479
gyvenimo ciklo hipotezė 275
gyventojai 273
gyventojai (namų ūkiai)
Δ aktyvai 68, 69
Δ — ekonomikos sektorius 37, 43
finansų tarpininkai ir Δ 61–62
Δ hipotekinės paskolos 60, 101, 121, 478–479
infliacija ir Δ 413–414
Δ investicijų paketas 39–40
palūkanų normos ir Δ 274–275
Δ pinigų atsargos 315–316
Δ sąlyginiai įsipareigojimai 41
Δ sandėrių likučiai 315, 316–317
Δ santaupos 291–292, 293–294, 321
Δ kaip skolininkai 37, 43
Δ skolos 211
Δ taupomoji pajamų dalis 273
Δ turimos pajamos 272–273
gyvybės draudimas 41, 59, 75
Glaso ir Stygolio aktas (1933) 211
Gordon Robert J. 289, 381
Gramo ir Radmeno pataisa 334
Graviravimo ir spausdinimo biuras, JAV iždo departamentas 231
grąžinimo terminas
Δ neatitikimo problemos 125–126
skolų Δ 43, 48
Greenfield Robert 535
Greider William 187 *išn.*, 523
grynieji pinigai
infliacija ir Δ 413
Δ kūrimas 231–232
pinigai ir Δ 18–19, 223–224
Δ kaip *P1* 25, 242
Δ kaip teisėta mokėjimo priemonė 26
grynosios pajamos 272
Grynspanas Alanas (Alan Greenspan) 188
Grinvičo taupomasis bankas 130
guldenas, Olandijos Δ 540, 546, 549

Hafer R.W. 381
Hayes Douglas 157
fon Hajekas Frydrichas (Friedrich von Hayek) 532
Hamburgas 159
Hamburger Michael 502
Hamfrio ir Hokinso aktas (1978) 463
Hamiltonas Aleksanderis (Alexander Hamilton) 101
Hart Albert 230
Havenner Arthur 527 *išn.*
Havrilesky Thomas 502
Hecelis Robertas (Robert Hetzel) 499
Hetzel Robert 499
hiperinfliacija 349–350, 373, 494, 516
hipotekinės paskolos
apsauga ir Δ 52–53, 79, 152, 208
Δ kaip didžiausia kreditų rinka 52–53
Federalinių rezervų politika ir Δ 435–436
hipotekos perleidimas 155
kintamos Δ palūkanų normos 124, 208, 478–479
Δ palūkanų normos 43–44, 479
Δ ribos 207–208
Δ rinkos 52–53, 60, 80, 152
taisyklė Q ir Δ 122–125
taupymo ir paskolų asociacijų Δ 63
taupymo ir paskolų asociacijų lėšos hipotekinėms paskoloms 101, 121–122, 130, 207–208
tradicinės Δ 121
Hiumas Deividas (David Hume) 369
holdingo bendrovės 117, 119, 202–203
Holis Robertas (Robert Hall) 289, 406, 450 *išn.*

Homer Sydney 99
Honkongas 559
  didieji Δ bankai 162
Hoover Kevin 406
Hume David 369

Ibbotson Roger G. 81
Yeager Leland B. 230, 529 *išn.*, 535, 553
įkalbinėjimai, prezidento Δ 362
įkalbinėjimo, moralinio spaudimo metodas 436–437
Ilinojaus kontinentinis bankas 113, 430
importas
  Δ antplūdis 196
  mokėjimų balanso sąskaitos ir Δ 573, 575
  palūkanų normos ir Δ 333, 473–474
  Δ ir prekybos balansas 573–575
  visuminė paklausa ir Δ 285
  dar *↑ eksportas*
indėliai 72–73
  Δ apibrėžimas 232
  banko Δ 401
  čekiniai Δ 19, 25, 101, 135, 177, 321, 324
  finansų tarpininkai ir Δ 56–60
  grynųjų pinigų paėmimas iš Δ 232
  Δ ir jų santykis su valiuta 243–244
  korespondentinė bankininkystė ir Δ 115
  Δ paklausa 63, 73, 135, 224, 226
  pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 528
  pinigų pasiūla ir Δ 174
  santaupos ir laikas 25, 57, 72–73, 101, 121–122, 136
  Δ saugumas 61–62, 63
  tarptautinė bankininkystė ir Δ 158–172
  Δ užsienio valiutos keitimo rinkoje 556
indėlių draudimas 200–209
  Δ mažuose ir dideliuose bankuose 63
  Δ ir paskata per daug rizikuoti 62, 200–209
  Δ priežiūra 62–63
  privatusis draudimas 206
  Δ reforma (1789) 202–203, 204, 206, 207–208
  Δ ribos 206
  už ir prieš Δ 208–209
  dar *↑ Federalinė indėlių draudimo korporacija*
indėlių įstaigos 54, 57, 100–133
  kartotinio indėlių kūrimo principas ir Δ 232–233
  reguliavimo agentūros ir Δ 213
  Δ veikla 134–156
  vyriausybės reguliavimas 61–63
  dar *↑ bankai, kredito sąjungos, savitarpio taupomieji bankai, taupymo ir paskolų asociacijos*
indėlių multiplikatorius 237
indėlių sertifikatai 54, 59, 86, 517
  dideli Δ 150
  perleidžiamieji Δ 73, 136
infliacija
  akcijų kainos ir Δ 472
  antiinfliacinė politika ir pasitikėjimas ja 354
  Δ apibrėžimas 348–349
  apmokestinimas ir Δ 308–311
  Δ 8 dešimtmetyje 361
  atlyginimų ir kainų kontrolė bei Δ mažinimas 362–363
  aukso paklausa ir Δ 581–582
  aukso pasiūla ir Δ 532
  Δ barjerai 586
  Bretono Vudso sistema ir Δ 550, 551
  Δ daroma žala 412–414
  diskonto norma ir Δ 433–434
  Federaliniai rezervai ir Δ 18, 185, 190, 191, 212, 414–415, 422, 495–497, 515–517
  Δ pagal Filipso kreivę 352–355
  Δ kaip hiperinfliacija 349, 516
  įkalbinėjimai ir Δ 362
  investicijos ir Δ 17–18
  IS ir LP kreivių analizė ir Δ 345
  Δ įvairiose šalyse 349
  Δ Jungtinėse Amerikos Valstijose 349–350
  kainų–atlyginimų–kainų spiralė ir Δ 359
  karai ir Δ 349–350, 512
  Δ pagal Keinso teoriją 375
  Δ klasifikacija 348–349
  Δ per Korėjos karą 513
  korporacijų pelnas per Δ 47
  kova su Δ 361–362
  lėtoji Δ 348–349
  mainai ir Δ 20–21
  Δ mažinimas 515–517
  Δ mažinimo politika 190, 361–363
  mokėjimų deficitas ir Δ 576
  Δ pagal monetarizmo teoriją 530–531
  nedarbas ir Δ 419–420
  nesaugumas, sukeliamas Δ 413
  Δ nespartinantis nedarbo lygis 355–356
  pajamų paskirstymas ir Δ 413
  pajamų politika ir Δ 362–363
  palūkanų norma ir Δ 47–48, 93–94, 96–97, 196–197, 303–311, 402–403, 414–415
  pasaulinė Δ 165
  pasiūlos šokai ir Δ 358–359
  pastangos apsisaugoti nuo Δ 23–24
  perkamosios galios rizika ir Δ 37–39
  pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 525
  pinigų laikymas ir Δ 413–414
  pinigų pasiūla per Δ 17, 359–361
  pinigų sistema ir Δ 17, 18–19
  pragyvenimo išlaidų tikslinimas ir Δ 363
  Δ priedas 308
  Δ priežastys 356–361
  racionaliojo numatymo teorija ir Δ 308, 354, 475–476
  rezervų bazė ir Δ 475–476

skolinimasis ir Δ 40
susietas valiutos kursas ir Δ 588–589
tarptautiniai rezervai ir Δ 581–582, 589–590
tiksliai prognozuojama Δ 412–413
Δ per 1981–1982 m. nuosmukį 519
turtas ir Δ 40
užsieninė bankininkystė ir Δ 165–166
valiutos kursas ir Δ 415
Δ Veimaro Vokietijoje 349, 354
vyriausybės išlaidos ir Δ 360
visuminės paklausos kreivė ir Δ 356, 360–362, 402
visuminės pasiūlos kreivė ir Δ 358
infliacijos nespartinantis nedarbo procentas 354, 355–356, 499, 514
investicijos
Δ apibrėžimas 276
bendrosios ir grynosios Δ 280–281
Federalinių rezervų politika ir Δ 415
gamybinės atsargos ir Δ 271–272
gamybos apimtis ir Δ 281–282
infliacija ir Δ 290–292, 294
iracionalūs Δ veiksniai 283
kapitalo koeficientas ir Δ 281
Δ pagal Keinso teoriją 376–377
Δ pagal naująją klasikinę teoriją 392–393, 395–396
neigiamosios Δ 281
Δ netikrumas 400
Δ norma 33, 279–280
Δ pajamos atskaičius mokesčius 449
pinigų sistema ir Δ 18
ribinis Δ efektyvumas 278–279, 305, 332, 392–392, 395
spekuliavimas ir Δ 378
Δ stabilumas 282–283
Δ svyravimai 276, 278–279
Δ teorija *q* 283
užsienio Δ 164, 418–419
vartojimas ir Δ 283–284
visuminė paklausa ir Δ 278–283
investicijų bankai 58, 153, 211
investicijų multiplikatorius 283–284
investicinė bankininkystė 153, 210–211
IS (investicijų ir santaupų) kreivė 332–334, 400
bendrosios išlaidos ir Δ 334
Federalinių rezervų užduotys ir Δ 453
Frydmenas apie Δ 370
išlaidų skatinimo pokyčiai ir Δ 453
Δ kritika 345–346
LP kreivės derinimas su Δ 336–339
mokesčių mažinimas ir Δ 340, 341
Δ nuokrypis 338–339
pajamos ir palūkanų norma pagal Δ 333–334
palūkanų nelankstumas pagal Δ 343–345
Δ poslinkiai 339, 463, 515, 521
įsipareigojimai (reikalavimai), skolų Δ 32, 33, 41
įsipareigojimų nevykdymo rizika 38
IS ir LP diagrama 331–346, 400
Brunerio ir Melcerio modelis ir Δ 386–388
Δ pagal Frydmeno kiekybinę teoriją 368–369, 370
IS kreivės derinimas su Δ 336–339
išlaidų skatinimo pokyčiai ir Δ 453
išstūmimas ir Δ 340–341, 343
kreivių nuolydis diagramoje 338–339
kreivių poslinkiai diagramoje 339, 521
Δ kritika 345–346
išankstiniai sandėriai 74, 559–564
Δ apibrėžimas 559–560
Δ arbitrai ir spekuliantai 72
bankai ir Δ 560
būsimieji nedelsiamojo keitimo kursai 563–564
Δ išlaidos 572
palūkanų normų skirtumai ir Δ 561–562
rizikos prisiėmimas ir Δ 563–564
standartiniai laikotarpiai 560
Δ kaip valiutų keitimo įsipareigojimų apsauga 586
išpirkimo terminas
obligacijų Δ 35, 85–86, 94–96
vertybinių popierių Δ 94–96
išsimokėtinai perkančių pirkėjų skolos 79
išstūmimas 340–341, 343
paketinis Δ 341
ištekliai
materialiniai Δ 33
Italija 101
didieji Δ bankai 162
valiutos unifikacija Italijoje 582
įtraukimas 341
iždo politika 340–343
anticiklinis reguliavimas ir Δ 423
BNP ir Δ 331–346, 370
Brunerio ir Melcerio modelis ir Δ 387–388
Didžioji depresija ir Δ 513
Federalinių rezervų politika, koordinuojama Δ 422–423
Δ ir Keinso teorija 339–343
Δ ir kiekybinė teorija 371
laikas ir Δ 483–490
pinigų politika, koordinuojama Δ 422–423
iždo vekseliai 73, 75, 86, 122, 207, 234, 321
Δ atvirosios rinkos operacijose 427–429
dirbtinai nustatytos Δ palūkanų normos 512–513
pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 311–312
pomokestinė Δ palūkanų norma 310
Δ saugumas (nerizikingumas) 59

Jackson Andrew 102
Japonija 94, 158, 370, 551, 593, 594
Δ BNP 372

didieji Δ bankai 162
Δ ekonominė galia 596
infliacija Japonijoje 515
silpnos ekonomikos šalys ir Δ 199
valiutos unifikacija Japonijoje 582
Japonijos bankas 515
jautrumas įsipareigojimų nevykdymui 90–92
JAV iždas
„Bendrosios nuomonės" sutartis su Δ 513–514
dirbtinai nustatomos palūkanų normos ir Δ 512–513
Federaliniai rezervai ir Δ 175–177, 186, 189, 190 *išn.*, 422–423, 512–514
Δ gaminami piniginiai ženklai 231
ilgalaikės paskolos ir Δ 44
Δ nutrauktas aukso pardavimas 550–551
Δ palūkanų sulyginimo aktas 77, 92
rezervai ir Δ 257–258
Δ sekretorius 177, 197, 199
JAV nacionalinis balansas 68–71
JAV nacionalinis San Diego bankas 112
jena, Japonijos Δ 549
Δ ir JAV dolerių sandėriai 554, 558
Δ pirkimo ir pardavimo kainos atotrūkis 572
Δ regionas (teritorija) 555
rezervai jenomis 581, 593
sutartys ateičiai jenomis 74
turtas jenomis 591, 593
užsieninė Δ rinka 158
Δ valiutų keitimo rinkoje 73
vertybiniai popieriai jenomis 93
Johannesen Richard I. 99
Johnson Lyndon B. 362
Johnson Sylvester 157
Jordan Jerry 373
Judd John 230, 328, 481
Jungtinės Amerikos Valstijos
Δ aukso atsargos 589–590, 591
aukso devizų standartas Δ 545–547
aukso standartas Δ 540, 544–545
Bretono Vudso sistema ir Δ 595–596
didieji Δ bankai 161–162
Δ ekonominė galia 544–545, 546, 595
ekonominė įtampa tarp Δ ir D. Britanijos 546
Δ ekonominės galios mažėjimas 551
Δ mokėjimų balansas 573–577
Δ mokėjimų deficitas 589–590, 592
Δ nacionalinis balansas 68–71, 574–575
Δ tarptautiniai sandėriai 574–576
1950–1970 m. valiutų kursai ir Δ 549
užsienio investicijos Δ 164
dar *ž doleris (JAV)*
Jungtinių Amerikos Valstijų bankas (Niujorkas) 511
Jungtinių Tautų Organizacija 258
Juodasis pirmadienis (1987 m. spalio 19 d.) 416, 436
„juodosios dėžės" principas 369–370
Kaganas Filipas (Phillip Cagan) 371
Kaimanų salos 159
kainos
aukcioninių rinkų Δ 72
darbo jėgos Δ 358–359
didmeninės Δ 349–350
Δ per Didžiąją depresiją 505–507
infliacija ir Δ 348–349
IS ir LP kreivės ir Δ 339, 345
Δ Keinso teorijos požiūriu 374–375
Δ kontrolė 362–363
lanksčios Δ 390
Δ monetarizmo teorijos požiūriu 374–375, 378–379
natūriniai mainai ir Δ 20–21
Δ naujosios klasikinės teorijos požiūriu 390–393, 398–399
nelanksčios Δ 308–309, 391
pajamų ir Δ reiškinys 308–309
pasiūlos šokai ir Δ 358–359
pinigai ir Δ 18, 359–361
pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 525–526
pinigų pasiūla ir Δ 267–270, 359–361, 371–372
Δ postkeinsistinės teorijos požiūriu 402–403
Δ realiojo likučio požiūriu 382–383
sandėrių išlaidos ir Δ 42–43
santykinės Δ 359–360
Δ stabilumas 412–414, 416, 417, 419, 492
tvirtos ir svyruojančios Δ 292–309
vertybinių popierių Δ 41–43
visuminė pasiūla ir Δ 348, 358
kainų–atlyginimų–kainų spiralė 359
kainų indeksai
BNP Δ 350
vartojimo prekių ir paslaugų indeksas kaip Δ 348
Kaldvelis Filipas (Phillip Coldwell) 516
Kalifornija 158
Δ bankų sistema 119
Kanada 550, 584
didieji Δ bankai 162
Kanados bankas 571, 584
Kane Edward 124 *išn.*, 193, 201, 215, 436 *išn.*, 502
kapitalas
akcijos 34–35, 45–46, 211
Δ apyvarta 294
bankas ir Δ 107–109
Δ išvežimas 294, 418–419
Δ įvežimas 294, 418–419
Δ naudojimo išlaidos 277, 279–281
rezervai ir Δ 140
skolinamųjų lėšų išlaidos ir Δ 280
kapitalizmas
Δ ekonomikos stabilumas 374–378
kapitalo ir aktyvų santykio rodiklis 108–109, 199, 204, 205, 207

kapitalo judėjimas 583
kapitalo koeficientas 281
kapitalo rinkos
  Δ apibrėžimas 48
  Δ naujovės 52–54
  obligacijų perkirpimas kapitalo rinkose 54
  palūkanų normų sukeitimai kapitalo rinkose 54
  vertybiniai popieriai su sąlyginėmis palūkanų normomis kapitalo rinkose 54
kapitalo sąskaitos balansas 576
Kareken John 215
karo finansai 512–513
Karteris Džimis (Jimmy Carter) 181, 414, 433, 435, 515, 517
kartotinis indėlių kūrimas 232–246
  Δ dėsnis 234
  indėlių kūrimo pinigų nuotėkiai 239–241
  indėlių multiplikatorius ir Δ 237, 241–242
  indėlių pusiausvyra 234–236
  pertekliniai rezervai ir Δ 239–240
  rezervų santykiai ir Δ 233–237
  terminuotieji indėliai ir Δ 240–241
  valiuta ir Δ 240
kasmetinė renta 59
Keinas Edvardas (Edward Kane) 124 *išn.*, 193, 201, 215, 436 *išn.*, 502
Keynes John Maynard 263, 265, 270, 282, 320, 367, 394, 400, 406–407, 483
Keinsas Džonas Meinardas (John Maynard Keynes) 263, 265, 270, 282, 320, 367, 394, 400, 406–407, 483
Keinso kryžius 271–272
Keinso teorija 263–347
  Brunerio ir Melcerio modelis ir Δ 385, 386–387
  Didžioji depresija ir Δ 320–321, 375–376, 504, 509
  dirbtinai nustatomos palūkanų normos ir Δ 513
  ekonometriniai modeliai pagal Δ 374
  ekonominė politika ir Δ 374–375
  investicijos pagal Δ 376–377
  IS ir LP kreivės pagal Δ 334–339, 345–346, 400, 463
  iždo politika pagal Δ 340–343, 491
  kainos pagal Δ 375
  Kembridžo lygties koeficientas *k* pagal Δ 369, 454
  monetarizmo teorija ir Δ 263, 264–265, 269–270, 286
  naujoji klasikinė kryptis ir Δ 389–399
  nedarbas pagal Δ 378, 391–392
  nominalioji palūkanų norma pagal Δ 369
  nuosmukiai pagal Δ 372
  palūkanų normų keitimas pagal Δ 463–464
  perdavimo procesas pagal Δ 470, 471–472
  Δ pinigų paklausos funkcija 368–369
  pinigų pasiūla pagal Δ 368, 369
  pinigų politika pagal Δ 343–345, 491
  pinigų rinka pagal Δ 334
  postkeinsistinė teorija ir Δ 389, 400–404
  prekių ir paslaugų rinka pagal Δ 332–334
  realusis likutis ir Δ 382
  stabilumo klausimas pagal Δ 265, 375–378
  turtas pagal Δ 378
  vartojimas pagal Δ 333–334
  vyriausybės kišimasis ir Δ 265
  visuminė paklausa pagal Δ 265, 270–275, 331–346
kelioniniai čekiai 25
Kembridžo lygtis 266–267, 268, 286, 368–369, 451, 453–454
Kenedis Džonas F. (John F. Kennedy) 362
Kennedy John F. 362
Kettle Donald 524
ketvirtinė rinka 48 *išn.*
kiekybinė teorija 263, 265–270, 367–374
  Δ apžvalga 268–270
  Δ atgaivinimas 368–369
  Didžioji depresija Δ požiūriu 367, 504
  Frydmeno pertvarkyta Δ 265, 367, 368–374
  iždo politika pagal Δ 370
  monetarizmas ir Δ 367–388
  nominalioji palūkanų norma pagal Δ 368–369
  Δ panaudojimo pavyzdys P^* 270
  perdavimo procesas pagal Δ 369–370
  pinigų paklausos funkcija pagal Δ 368–369
  pusiausvyra pagal Δ 268–270
  Δ raida 367
  realiojo likučio reiškinys ir Δ 382–385
  Sent Luiso lygtis ir Δ 373
  visuminė paklausa pagal Δ 263, 265, 529–530
Kier Peter 524
kišimosi politika 376
Klamer Ardjo 406
Klarkas Dž. M. (J. M. Clark) 307
Kleberner Benjamin 133
klientų neišmanymas 61–62
kliringo kontorų sertifikatai 103
kliringo kontorų tarptautinių mokėjimų sistema (KKTMS) 116
koledžų labdaros fondai 77
komerciniai bankai *ž bankai*
komerciniai vertybiniai popieriai 177, 211
  Δ per Didžiąją depresiją 508
  Δ leidimas 152
Komercinis bankas (Vokietija) 159
kompensaciniai likučiai 143–144, 317, 401, 449
kompiuteriai 27, 152
Konektikutas 129
Kongresas (JAV) 101, 102
  Δ ir bankų reguliavimas 213
  diskonto norma ir Δ 433
  Federalinė rezervų sistema ir Δ 180, 182–189, 421, 436, 445, 463, 495, 496, 498, 513, 517, 519, 521

federalinės kredito agentūros ir Δ 60
indėlių draudimas ir Δ 207, 208
taupymo ir paskolų asociacijų laidavimas 126–127
konstitucija (JAV) 89, 102
Korėja 196
Korėjos karas 362, 435, 513
korporacijos *ţ firmos*
Kraislerio (Chrysler) korporacija 60
kreditas
Federalinės rezervų sistemos Δ kontrolė 435
Δ kaip Federalinės rezervų sistemos užduotis 455–456
infliacija ir Δ 516–517
Δ limitas 143, 153
vyriausybės Δ 60–61
kreditiniai pinigai
Δ apibrėžimas 26
Δ kontrolė 26–27
kredito kortelės 19, 25, 225, 517
kredito limitai 143, 153
kredito normavimas 142–143, 449
kreditoriai 34, 45, 46
kredito sąjungos 57, 61, 72, 100–101, 130–131
kreditų paskirstymo sistema 517
Kristas Karlis (Carl Christ) 386
krovinių draudimo ir gabenimo išlaidos 575
Kubarych Roger 579
kupono obligacija 84
kupono procentas 35
kvazipinigai 29
pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 528
kviečių rinka 49, 568

Laidler David 328, 366, 381, 481, 535
laikas ir pusiausvyros tyrimas 401–402
laikinasis nedarbas 351, 397, 411, 412
laisvas šūkaliojimas (aukcionai) 71, 74
laisvoji bankininkystė 102
laisvosios bankininkystės zonos 170
Lenkija 147
Lerner Abba 535
LeRoy Steven 454 *išn.*
lėšos 33, 37–48, 196–197
finansų sistema ir Δ 32–33
Δ tiekėjai ir naudotojai 33, 37
dar *ţ aktyvai, turtas*
lėšų pasiūla (skolinimas) 37–43
finansų įstaigos, teikiančios lėšas 51–61
investicijų paketo valdymas ir Δ 40–41
kainos ir Δ 41–43
Δ matematinė vertė 37
optimalus investicijų paketas, vertybinių popierių kainos ir Δ 41–43
pagrindiniai ekonomikos sektoriai ir Δ 37
palūkanų normos ir Δ 86
Δ rizika 37–43
sąlyginiai Δ įsipareigojimai 41
skolinimasis ir Δ 33
dar *ţ paskolos, skolinimasis*
Levy Mickey 425
likvidumas 25
aktyvų Δ 25, 28–29, 42, 140–141
Δ apibrėžimas 28–29
banko indėlių Δ 73
hipotekinių ir vartojimo skolų Δ 79–80
ilgalaikės paskolos ir Δ 56–57, 207
obligacijų Δ 77
Δ psichologinis aspektas 29
Δ reiškinys 301
Δ rodikliai 42
Δ spąstai ir spekuliacinė pinigų paklausa 320–321
vertybiniai popieriai ir Δ 88–89
likvidumo pirmenybės teorija 95, 297–300
Lynch Merrill 56
Lančas Merilis (Merrill Lynch) 56
Lindert Peter 215
Lindsey David 454 *išn.*
lira, Italijos Δ 540, 549
Little Jane Sneddon 172
Liuksemburgas 159, 559
konkurencija dėl užsieninės bankininkystės ir Δ 166
užsieniniai bankai Liuksemburge 164
Loido bankas 159, 161
Lombra Raymond 489 *išn.*, 502
Londonas 73, 77, 86, 87, 92, 93, 96, 158, 159, 542, 559, 560
Δ bankų dolerinės paslaugos 166
užsieniniai bankai Londone 163–164
Londono bankų vidutinė palūkanų norma 145
Londono tarptautinių finansinių sandėrių ateičiai birža 74
loterijų laimėjimai 83, 84
Lotynų Amerika 200
LP kreivė (pinigų ir likvidumo pirmenybės kreivė) 331–346, 400
kraštutinės LP padėties sąlygos 340–342
lanksti palūkanų norma ir Δ 481–482
Δ kaip rinkos pusiausvyros kreivė 334–337
vertybinių popierių pardavimas ir Δ 340, 343
Lucas Robert 389, 393, 493–494
Lukas Robertas (Robert Lucas) 389, 393, 493–494
Luko pasiūlos funkcija 393

Mayer Martin 157, 553
Mayer Thomas 194, 381, 502, 524
mainai 17, 20–21
mainų mechanizmas 17
mainų tarpininkas 20–21, 24–25, 219
Maisel Sherman 107 *išn.*, 182–184, 188, 194, 425, 524
Makfadeno aktas (1927) 161
Malkiel Burton 66
Manhatano Čeiso bankas 436–437

Manuelli Rodolfo 406
markė, Vokietijos Δ 540, 549, 570–572
  aktyvai markėmis 591
  Europos valiutos, susietos su Δ 588
  Federacinio banko sandėriai markėmis 570–571
  JAV dolerio kaina markėmis 554, 556–557, 558, 570–571
  JAV pinigų politika ir Δ 568
  Δ kurso kritimas 566, 567–568
  Δ pirkimo ir pardavimo kainos atotrūkis 572
  Δ pirkimo ir pardavimo sutartys ateičiai 74
  Δ regionas (teritorija) 555
  rezervai markėmis 581, 589, 591
  užsieninė Δ rinka 158, 164
  Δ valiutų keitimo rinkoje 73
  vertybiniai popieriai markėmis 93
Marshall Alfred 266
Maršalas Alfredas (Alfred Marshall) 266
Martinas Viljamas Makčesnis (William McChesney Martin) 188, 190
marža (pradinė įmoka) 74, 435
Masačūsetsas 129
matematinė vertė 37
Mauskopf Eileen 481
mažai išsivysčiusios šalys *ž silpnos ekonomikos šalys*
mažmeninės rinkos 67, 71, 80, 88
mažmenininkai 56
McCulloch Hugh 366
McNees Stephen 467
Medičiai, bankininkų šeima 101
„Medžioklės broliai“ („Hunt brothers“), verslininkų grupė 437
Meck Paul 426–427, 439, 467
Mehra Yash 313
Meiselmenas Davidas (David Meiselman) 573
Meizel Šermen (Sherman Maisel) 107 *išn.*, 182–184, 188, 194, 425, 524
Meksika 147, 164, 196, 584
Melceris Alanas (Allan Meltzer) 31, 263, 345, 367, 374, 386–388, 446, 462, 467
Melitz Jacques 31
Melton William 256, 439, 524
Meltzer Allan 31, 263, 345, 367, 374, 386–388, 446, 462, 467
Mendershausen Horst 21 *išn.*
Midlendo bankas 159
Mykas Polis (Paul Meek) 426–427, 439, 467
mikroekonomikos teorija 321–322
Milanas 559
Mileris Mertonas (Merton Miller) 46
Miller Merton 46
Milvokis 72
minimalaus darbo užmokesčio įstatymai 355–356, 364
minimalios kainos įstatymai 21
Minskis Haimenas (Hyman Minsky) 375 *išn.*, 403–404, 406
Mishkin Frederick 133, 481
„Mitsubishi Bank“ 162
Modigliani Franco 46, 275, 477 *išn.*, 526, 535
Modiljanio ir Milerio teorema 46–47
Modiljanis Frankas (Franco Modigliani) 46, 275, 477 *išn.*, 526, 535
mokėjimai 45, 324
mokėjimų balansas
  Δ apibrėžimas 554, 573
  aukso devizų standartas ir Δ 545–546
  automatinis finansavimas ir Δ 590
  Δ deficitas 589–590
  deklaruotieji aktyvai ir Δ 591–593
  mokėjimų saldas ir Δ 554
  pasyvusis skolinimasis ir Δ 590
  Δ kaip piniginių operacijų suma 575–577
  prekių kainų lygis ir Δ 543–544
  tarptautiniai rezervai ir Δ 589–590
  Tarptautinis valiutos fondas ir Δ 548–549, 576
  valiutos kursas ir Δ 554–579, 589–590
  „žaidimo taisyklių“ koncepcija ir Δ 543
mokėjimų balanso sąskaitos 573–577
  Δ duomenys 573, 575
  dvigubų įrašų sąskaityba ir Δ 573, 575–576
  einamosios sąskaitos balansas ir Δ 575–576
  eksportas ir Δ 573, 575–576
  importas ir Δ 573, 575–576
  Δ JAV deficitas 550
  kapitalo sąskaitos balansas ir Δ 576
  nesubalansuotieji mokėjimai ir Δ 549
  prekybos balansas ir Δ 575–576
  Δ savarankiškos išvestinės kategorijos 576
  Tarptautinis valiutos fondas ir Δ 548–549
  visiško užimtumo politika ir Δ 549
mokėjimų saldas
  Δ apibrėžimas 554, 576
  aukso įplaukos ir Δ 576–577, 590–591
  finansavimo sandėrių suma kaip Δ 576
  Δ ir mokėjimų balansas 554
  Δ skaičiavimas 577
mokėjimų technologija 322–323
mokesčiai
  amortizaciniai atskaitymai ir Δ 413
  apmokestinamų pajamų mažinimas tiek, kiek sudaro palūkanos 413
  infliacija ir Δ 309–311, 413
  IS kreivė ir Δ 340
  iždo politika ir Δ 423
  korporacijų Δ 212
  natūriniai mainai ir Δ 21
  naujoji klasikinė teorija apie Δ 493
  Δ už obligacijas 76, 92–93
  Δ už pajamas iš kapitalo 47
  Δ už pajamas iš nominaliųjų ar realiųjų palūkanų 96–97, 413, 414
  palūkanų normos ir Δ 89–90, 449
  progresiniai Δ 388

1989 m. Δ sistemos patobulinimas 207
užsieninių bankų Δ 162–163
Δ už užsieninius vertybinius popierius 77–78
valstybės deficitas ir Δ 370, 387–388
valstijų Δ 89
visuminė paklausa ir Δ 284
mokesčių politika *ţ iždo politika*
mokesčių viršutinė riba 160
monetarizmo teorija 264, 367–388
anticiklinė politika pagal Δ 526
Brunerio ir Melcerio modelis ir Δ 386–388
čikagiškis požiūris į Δ 368–374
Didžioji depresija pagal Δ 504
dvylika Δ pasiūlymų 374, 530
ekonominė politika ir Δ 374–375
ekonominiai šokai pagal Δ 374–376
Δ eksperimentas 464–465, 516–521
ilgo laikotarpio aspektas pagal Δ 530–531
infliacija pagal Δ 530
kainos pagal Δ 374–375, 378–379
Keinso teorija ir Δ 263, 264–265, 269–270, 286, 378–379, 530
Kembridžo koeficientas *k* pagal Δ 268, 453–454
kiekybinė teorija ir Δ 367–388
naujoji klasikinė teorija ir Δ 399–404
pajamų svyravimai pagal Δ 376–378
perdavimo procesas pagal Δ 369–370, 374, 470
pinigų kiekio didėjimo taisyklė pagal Δ 525–531
postkeinsistinė teorija ir Δ 399–404
pusinė taisyklė pagal Δ 529–530
Sent Luiso modelis ir Δ 373, 529
stabilumo klausimas pagal Δ 374, 375–378
suvestiniai modeliai ir Δ 375
visuminė paklausa pagal Δ 263, 268
Moore Basil 66
moralinis spaudimas 436–437
Moran Michael 489 *išn.*, 502
Morton Peter 215
MPS modelis 476–478
pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 529
Murphy Amelia 157
Murphy J. Carter 598

Nacionalinė bankų sistema 103–104
Nacionalinė kredito sąjungų administracija 130–131
Nacionalinė pinigų komisija 104
nacionalinė pinigų politika
ginčas dėl susieto ir svyruojančio valiutos kurso ir Δ 585–588
harmoningos Δ siekimas 585–586
kapitalo srautai ir Δ 583
nedelsiamojo keitimo kursas ir Δ 587–588
pinigų pasiūla ir Δ 160–161
užsienio bankai ir Δ 160–162, 169, 170, 171
nacionalinės pinigų rinkos 571–573
nacionalinės valiutos
centrinio banko kišimasis į valiutų kursus 569–571
Δ jungimas 584–585
naujų nepriklausomų šalių Δ 582
Δ pirkimo ir pardavimo kainos atotrūkis 572
į plėtrą nukreipta pinigų politika ir Δ 587–588
politinis vienijimasis ir Δ 584–585
Δ unifikacija 582–585
Δ vertės didėjimas ir nuvertėjimas 570, 587–588
dar *ţ užsienio valiutos*
Nacionalinės valiutos aktas (1863) 103
nacionalinio statuso principas (JAV) 165
Nacionalinis provincijos bankas (D. Britanija) 161
Nacionalinis Vestminsterio bankas 159, 161
Naftą eksportuojančių šalių organizacija (angl. sutrumpintai OPEC) 358–359, 395, 518, 527, 551, 581
naftos kainos 50, 196
pasaulinis infliacijos procentas ir Δ 581
pasiūlos šokai ir Δ 527
valiutų kursai ir Δ 551
naftos kainų sukeltas šokas (1973–1974) 196, 358–359, 376, 395, 514, 527, 581
namų ūkiai *ţ gyventojai*
našumas (produktyvumas)
darbo užmokestis ir Δ 351
Filipso kreivė ir Δ 352
nedarbas ir Δ 364
pinigų sistema ir Δ 17
Δ šokai 395–396
naudojimo išlaidos, kapitalo Δ 277–280
naujoji klasikinė teorija 265, 389–400
kaip antrasis monetarizmas 394 *išn.*
BNP pagal Δ 389, 395–397
darbo užmokestis ir kainos pagal Δ 390–394, 397–399, 491–492
infliacija pagal Δ 491, 493–494
investicijos pagal Δ 392–393, 395
Luko kritika ir Δ 393, 493–494
nedarbas pagal Δ 392–399, 492, 493, 494
numanoma sutartis pagal Δ 391–392
nuosmukiai pagal Δ 492, 493
racionalusis numatymas pagal Δ 389–392, 491–494
realieji ekonomikos ciklai pagal Δ 395–399
rinkos kliringas pagal Δ 389–392, 491–494
stabilizuojamoji politika ir Δ 491–492, 526
visuminė paklausa pagal Δ 393–397, 491–492
naujoji namų nuosavybės politika 121
nebalansinis finansavimas 153, 202–203
nebiržinė vertybinių popierių rinka 48, 67, 71–79

nedarbas 348–366
Δ apibrėžimas 351
Δ per II pasaulinį karą 350–351
centriniai bankai ir Δ 583
darbo drausmė ir Δ 351
darbo jėgos visuomenėje pasipildymas ir Δ 356
darbo našumas ir Δ 364
darbo užmokestis ir Δ 351–352, 356, 364, 378
Δ per Didžiąją depresiją 17, 356, 394, 398, 505
draudžiamieji likučiai ir Δ 319–320
Δ duomenys 411–412
Federalinių rezervų politika ir Δ 361
Δ pagal Filipso kreivę 352–355
infliacijos nespartinantis Δ lygis (procentas) 353–354, 355–356
Δ pagal Keinso teoriją 378–379, 391–392
laikinasis Δ 351, 397, 399, 411, 412
mikroekonomikos efektyvumas ir Δ 351
Δ pagal monetarizmo teoriją 530
Δ pagal naująją klasikinę teoriją 392–399
pašalpos ir Δ lygis 412
pinigų pasiūla ir Δ 17, 62–63
pinigų politika ir Δ 190, 191, 350, 411–412, 420
pinigų sistema ir Δ 17, 18
pinigų vertė ir Δ 18–19
Δ pagal postkeinsistinę teoriją 402
Δ priežastys 363–364
racionalusis numatymas ir Δ 352–354
realusis darbo užmokestis ir Δ 364
sumažinti statistiniai duomenys apie Δ 412
vyriausybės kišimasis ir Δ 377–378
visiškas užimtumas ir Δ 356
visuminė paklausa ir Δ 363–364
nedarbo pašalpos 356, 412
nedelsiamieji sandėriai 74, 559–564
Δ apibrėžimas 559–560
dolerių kainos nedelsiamuosiuose sandėriuose 565
išankstiniai sandėriai ir Δ 559–562
nepriklausoma pinigų politika ir Δ 587
prognozuojamas Δ valiutos kursas 563–564
prognozuojami valiutų kursai ir Δ 566–567
valiutų kursų svyravimai ir Δ 567–568
vertybinių popierių sandėriai ir Δ 566
neigiamosios investicijos 281
neindėlinės įstaigos 57
nekilnojamasis turtas 19, 32, 40, 42, 67, 71, 79, 88
nelikvidumas 46, 47, 59, 79, 149
nemokios organizacijos, zombiai 126
netikrumas 400, 406–407
Newton Sir Isaak 525
Nichols Dorothy 256
Niksonas Ričardas M. (Richard M. Nixon) 363
Niū Džersis 129
Niujorkas 60, 71, 73, 77, 78, 92, 93, 158, 159, 164, 557, 558
Niujorko federalinis rezervų bankas 177, 426, 437, 438, 440, 442, 443, 454–455, 509, 555
Niujorko fondų birža 48, 71, 77, 78, 79, 86
Niujorko savitarpio pagalbos korporacija 86
Niujorko sandėrių ateičiai birža 74
Niujorko valstija 129, 158
Niutonas Izaokas (Sir Isaak Newton) 525
Nixon Richard M. 363
nominalinė vertė 35
nominaliosios pajamos
Brunerio ir Melcerio modelis ir Δ 388
Δ dispersija 485–486
palūkanų normos ir Δ 450
pinigų pasiūla ir Δ 220, 451
pradinių pajamų svyravimas ir Δ 485–486
stabilizuojamoji politika ir Δ 486
Norman Montague 498
nulinio kupono obligacija 84–85
numanoma sutartis 391–392
numatymas
adaptacinis Δ 305–306
ekonomistų teorijos ir Δ 305–307
mokymosi iš klaidų modelis ir Δ 307, 390
palūkanų normos ir Δ 307
Δ reiškinys 309
dar *ţ racionaliojo numatymo teorija*
numatymo mokymosi iš klaidų modelis 307
nuokrypis
vidutinis kvadratinis Δ 38, 485–487
visuminės paklausos Δ 485
nuolatinių pajamų teorija 275
nuosavybė 34–35
nuosmukis
per Didžiąją depresiją 505
naujoji klasikinė teorija apie Δ 395
nedidelis Δ 372
pinigų kiekio didėjimo tempas Δ metu 461
pinigų pasiūla ir Δ 371–372
pinigų politika ir Δ 190, 212
1980 m. Δ 517
1981–1982 m. Δ 148, 518–519
1920–1921 m. Δ 371
visuminė paklausa ir Δ 491–492

obligacijos 19
Δ kaip aktyvai 32, 35–36
Δ apibrėžimas 35
apmokestinamos ir neapmokestinamos Δ 96
Δ apsauga 53–54
bendrojo įsipareigojimo Δ 77
Δ pagal Brunerio ir Melcerio modelį 386–387
eurodoleris ir Δ 92–93
gamybinės Δ 77
infliacija ir Δ 17–18, 40, 51–52
Δ įvertinimas 76, 78

JAV dolerių Δ 92–93, 94, 95–96
Δ kaina 35–36
Δ kapitalo rinkoje 205
korporacijų Δ 36, 77–78, 91–92, 96, 211–212
Δ likvidumas 77
nebiržinė Δ rinka 77
ne JAV išleistos JAV dolerių Δ 92–93
Δ nulinis kuponas 84–85
nuolatinės Δ 36
Δ paklausa 47–48
Δ palūkanų norma 35–36, 76, 77, 82–97
Δ pateikėjo forma 78, 92–93
Δ pelnas 38, 39
Δ pelno kreivė 94–95
Δ perkamoji galia 52 *išn.*
Δ perkirpimas 54
Δ pirkimo ir pardavimo kainos atotrūkis 77
į reitingus netraukiamos Δ 91
Δ rinkos 74–76
rizika dėl Δ 36–37, 38–40, 42–43, 78
Δ sąlygos 35–36
Δ sandėrių išlaidos 23
Δ savybės 76–77
valstijų ir vietinės valdžios Δ 76–77
vyriausybė ir Δ 52 *išn.*, 55
obligacijų perkirpimas 54
Offenbacher Edward 230
Oksfordo statybinė bendruomenė 121
Olandija 588
didieji Δ bankai 162
opcionas 75–76
opciono kaina 76
OPEC *† Naftą eksportuojančių šalių organizacija*

P1 (pinigai siaurąja reikšme)
Δ apibrėžimas 18–19, 25, 219–220, 221, 223–224
Δ apyvartos greitis 325, 326–327
8 d-mečio Δ kiekio didėjimas 463–464
Δ per Didžiąją depresiją 63, 505
ekonomikos ciklas ir Δ 461
grynieji pinigai kaip Δ dalis 25, 242
Δ pagal kiekybinę teoriją 372–373
Δ kiekio didėjimas 223, 226–229, 311
Δ komponentai 220, 221–222, 224
Δ laikymas 320–321
Δ likvidumas 28–29
Δ pagal MPS modelį 476–478
pajamos ir Δ 220
Δ paklausa 321, 324–326
pokario metų Δ kiekio didėjimas 461
Δ santaupos 320, 324–325
Δ per 1981–1982 m. nuosmukį 519, 520–521
dar *† pinigų pasiūla*
P1 A 223
P2 (pinigai plačiąja reikšme) 220, 221
Δ apibrėžimas 25, 221
Δ apyvartos greitis 325, 327
Δ kaip Federalinių rezervų užduotis 443–446, 521
Δ kiekio didėjimas 223, 227–229, 270
Δ komponentai 221, 320
Δ laikymas 320–321
Δ paklausa 324–326
P3 221, 222
Δ apyvartos greitis 325, 327
Δ kaip Federalinių rezervų užduotis 521
Δ komponentai 224, 320
Δ paklausa 325–326
terminuotieji ir neterminuotieji Δ 224, 326
padengimo terminas *† grąžinimo terminas, išpirkimo terminas*
pagrindinis kapitalas 276, 279
pajamos
Δ pagal Brunerio ir Melcerio modelį 386–387
dabartinės ir nuolatinės Δ 275
gamybinių atsargų ciklai ir Δ 376
Δ ir kainų reiškinys 308–309
palūkanų normos ir Δ 268, 286, 331–338
pinigai ir Δ 19
pinigų paklausa ir Δ 322–323
pinigų pasiūla ir Δ 18, 267–270, 369, 370–373
skolinimasis ir Δ 33
Δ kaip srautas 19–20
turimos Δ 272–273
vyriausybės stabilizuojamoji politika ir Δ 376–378
dar *† nominaliosios pajamos*
pajamos, gautos sumokėjus mokesčius 90
pajamos iš kapitalo 47
pajamų apyvartos greitis 265–267
pajamų ir išlaidų teorija *† Keinso teorija*
pajamų obligacijos 77
pajamų paskirstymas 413
pajamų politika 362–363
pajėgumo panaudojimas 376
paketas, investicijų Δ
Δ apibrėžimas 39
Δ apsaugojimas nuo rizikos 39–40, 54
optimalus Δ 41–42
Δ rizika 39–40
Δ valdymas 40–41, 50
paketinis išstūmimas 340, 343
paketo pusiausvyra 470–471
paklausa
palūkanų norma ir Δ 295–297
polinkiai ir Δ 322–323
paklausos funkcija 322–326
palūkanų įstatymai 119
palūkanų normos 82–97
adaptacinis numatymas ir Δ 305–306
Δ apskaičiavimas 82, 448–449
ateities prekių kainos ir Δ 291
Δ kaip automatinis stabilizatorius 451
bankų paskolų Δ 144–145
„Bendrosios nuomonės" sutartis dėl Δ 513–514

bendrovių, firmų Δ 45–48
Δ per Didžiąją depresiją 506–508
dirbtinai nustatomos Δ 512–513
galimybė kontroliuoti Δ 450–451
Δ grupavimas 168
Δ ekonominė reikšmė 290–291
eksportas ir Δ 333–334, 474–475
Federaliniai rezervai ir Δ 189, 191, 311–312
Fišerio reiškinys ir Δ 305
hipotekinių paskolų Δ 43–44, 52–53
ilgų ir trumpų terminų Δ 450–451
importas ir Δ 333–334, 474–475
infliacija ir Δ 48, 93–94, 96, 97, 196–197, 303–311
informacija apie Δ 448–449
investicijos ir Δ 290–313
Δ pagal IS ir LP diagramą 331–334, 343–346, 463–464
išlaidų skatinimas ir Δ 453 *išn.*
Δ ir išstūmimo reiškinys 339–343
įtampos tarp JAV ir D. Britanijos metų Δ 546
Δ įvertinimas 82, 83–86
Iždo ir Federalinių rezervų sistemos ginčas dėl Δ 513–514
jautrumas įsipareigojimų nevykdymui ir Δ 90–92
Δ kaip kapitalo naudojimo išlaidų komponentas 278, 279–281
Kembridžo lygties koeficientas *k* ir Δ 451
kintamos ir tvirtos Δ 43–44, 144–145
kintamųjų poveikis Δ 300–301
Δ kitimas 290–291
kitimo procentas ir Δ 82, 83
kompensacinio likučio reikalavimas ir Δ 143–144, 449
Δ per Korėjos karą 513–514
kredito žinybos ir Δ 60
kreditų normavimas ir Δ 449
lanksčios Δ 482
likvidumo pirmenybės teorija ir Δ 88–89, 297–300, 450, 481
likvidumo reiškinys ir Δ 301
mokymosi iš klaidų modelis ir Δ 307
nelanksčių kainų ekonomika ir Δ 308–309
nominalioji ir realioji Δ 303–305, 449–450
nominalioji pinigų pasiūla ir Δ 301–303
nominaliosios pajamos ir Δ 451, 482
obligacijų kainos ir Δ 300–301
pajamos ir Δ 268, 286, 331–338
pajamų ir kainų reiškinys ir Δ 308–309
pajamų mokesčiai ir Δ 309–311
paklausa ir Δ 295–297, 320–321
palūkanų pajamų apmokestinimas ir Δ 89–91, 449
paprastoji ekonomika ir Δ 291–292
pasiūla ir paklausa ir Δ 294–297
pinigų paklausa ir Δ 268–270
pinigų politika ir Δ 402–403, 478–479
pinigų sistema ir Δ 18
pirminė Δ 86–88, 144–145
Δ pokyčių seka 301
politika ir Δ 92–93
pomokestinė realioji Δ 310–311, 449
Δ pagal postkeinsistinę teoriją 402–403
prisitaikymo politika ir Δ 460–462
pusiausviroji Δ 299
racionalusis numatymas ir Δ 306–308
realiųjų pajamų didėjimas ir Δ 300
realieji pinigų likučiai ir Δ 384
ribinis kapitalo produktyvumas ir Δ 300
ribinis polinkis vartoti ir Δ 300, 305
Δ ribos 63
Δ rizika 39–40, 126
sandėriams laikomų pinigų paklausa ir Δ 316–317
sezoniniai Δ svyravimai 504
skirtingos valiutos ir Δ 92–93
Δ skirtumai 90–97
skolinimosi išlaidos ir Δ 449–450
Δ kaip skolinimosi visuminės išlaidos 331–332
skolinimui skirtų lėšų aspektas ir Δ 294–297
skolos grąžinimo terminai ir Δ 94–96
Δ stabilumas 416–418
Δ sukeitimas 54, 153
svertinis Δ vidurkis 448–449
taupymo ir paskolų asociacijos (įstaigos) ir Δ 121–122, 290–291
Δ per 1981–1982 m. nuosmukį 520–521
turto padidėjimas ir Δ 300–301
tvirtų kainų ekonomika ir Δ 292–308
užsieninių indėlių Δ 160–161, 166–169
užsienio valiutų kursai ir Δ 333–334, 417, 560–562
valiutos rūšis ir Δ 93–94
vartojimas ir Δ 274–275
veiksniai, lemiantys Δ 293–301
vertybinių popierių Δ 43, 53–54
vertybinių popierių savybės ir Δ 89–97
vyriausybės išlaidos ir Δ 334
visiško užimtumo standartas ir Δ 533
visuminė paklausa ir Δ 290–312
žemės ūkio krizė ir Δ 291
Palūkanų sulyginimo aktas (1963, JAV) 77, 92
pardavimo opcionas 75–76
Paryžiaus nacionalinis bankas 162
Paryžius 541, 558
Parkin John 366
Pasaulio bankas (Tarptautinis rekonstrukcijos ir plėtros bankas) 199, 200, 547
pasikeitimo sandėriai 74, 558–559
pasirinktinės priemonės 434–435
pasitikėjimas federaline vyriausybe 44
pasitikėjimo operacijų departamentas 153–154
pasiūlos šokai 358–359, 364
  Federalinė rezervų sistema ir Δ 359, 420
  infliacija ir Δ 358–359

pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 527
pasyvai
balanso Δ 68–70
komercinių bankų Δ 134, 135, 136–138
pasyvus skolinimasis 590
pasižadėjimas apmokėti 33
paskelbimo poveikis 433–434
paskolos
apsauga hipotekomis 53–54
banko Δ 401
federalinės vyriausybės Δ 60–61
firmų Δ 45–48
ilgalaikės Δ 56–57
kapitalo ir aktyvų santykis ir Δ 108–109
kintamos Δ palūkanų normos 48
kredito kortelių Δ 145, 147
kredito normavimas teikiant Δ 141–143
nekilnojamojo turto Δ 145
Δ palūkanų normos 43–44, 144–145
papildomas užstatas už Δ 144
taupymo ir paskolų asociacijų Δ 121–122, 125–126
tvirtos Δ palūkanų normos 48, 54
užsienio Δ 147–149
vartojimo Δ 145–146
verslo Δ 141–145
dar *ƒ skolinimasis*
paskolos, įkeičiant asmeninį turtą 43
paskutiniai pretendentai 35
paskutiniai skolintojai kritiniu atveju 174–175
pateikėjo forma 78, 92–93
Patinkinas Donas (Don Patinkin) 367, 382, 383
Patinkino modelis 382–385
pelno kreivės 94–96
Δ apibrėžimas 75
pelno norma 96
„Penn Square" bankas 112, 113, 519
pensijų fondai 41, 52, 58, 75, 77
perdavimo procesas 470–472
akcijų kainos ir Δ 472
Δ pagal Brunerio ir Melcerio modelį 386–387
Keinso teorijos požiūris į Δ 471–472
Δ paketinė pusiausvyra 470–471
vartojimas ir Δ 473
perkamąją galią turinčios obligacijos 52 *išn.*
perkamosios galios pariteto teorija 564, 566
perkamosios galios rizika 38–39
perleidžiamieji indėlių sertifikatai 136
perleidžiamojo pavedimo sąskaitos (PP) 57, 136, 321, 325
Δ per 1981–1982 m. nuosmukį 519
perviršis
dienos meto Δ 116
Pesek Boris 247
Phillips A. W. 352
Pierce James 524
Pigou A. C. 266, 367
Pigu A.S. (A.C. Pigou) 266, 367
Pilietinis karas (JAV) 103, 350
pinigai 17–30
Δ apibrėžimas 18–19, 28, 219–224, 320
Δ apyvartos greitis *ƒ apyvartos greitis*
apriorinis požiūris į Δ 219–221
auksas kaip Δ 373
bankų kreditai ir Δ 401
BNP ir Δ kiekio didėjimo pokyčiai 371–372
empirinis požiūris į Δ 219–221
Δ evoliucija 27–28
finansų sistema ir Δ 17–18, 32–33
Δ formos 25–27
Δ funkcijos 19–25
grynieji Δ 18–20, 224–225
Δ per hiperinfliaciją 349–350
kainos ir Δ 360–361
kiekybinė Δ teorija 18, 265–267
Δ kiekio rodikliai 221–224
Δ kiekio skaičiavimas 18, 25, 219–230
kreditiniai Δ 26–27
kvazipinigai 28–29, 224–225, 528
likvidumas ir Δ 28–29
likvidumo pirmenybės teorija ir Δ 297–300
Δ kaip mainų tarpininkas 20–21, 24, 219
natūriniai mainai ir Δ 20–21
Δ pakaitalai 224–225, 528
Δ paklausa 268–270
pasiūlymas panaikinti Δ 533
Δ pelningumas 24
Δ pervedimas telegrafu 19
pilnaverčiai prekiniai Δ 25–26
privatieji Δ 533
sidabras kaip Δ 373
Δ spausdinimas 17
Δ svarba 17–18
tarptautiniai Δ 590–591
Δ kaip teisėta mokėjimo priemonė 26
Δ kaip turto kaupimo priemonė 20, 23–24, 25
tvirta Δ vertė 23
Δ vertė 17–18
Δ kaip vertės matas ir mokėjimo priemonė 20, 21–22, 24, 25
vidaus Δ 385
Δ kaip vienetų kiekis, sankaupa 19–20
Δ kaip visų jų pavidalų svertinis vidurkis 225–226
dar *ƒ grynieji pinigai, P1, P2, P3, valiuta*
pinigai plačiąja reikšme *ƒ P2*
pinigai siaurąja reikšme *ƒ P1*
piniginiai vienetai 24
pinigų iliuzija 382
pinigų kiekio didėjimo taisyklė 525–530
anticiklinė politika ir Δ 525–526, 527
Δ kaip antroji pagal tinkamumą politikos kryptis 525–526
apyvartos greitis ir Δ 527–528
kiti monetaristinės politikos bruožai ir Δ 530–531
kompromisinis Δ variantas 529–530
pasiūlos šokai ir Δ 527

pernelyg savarankiška politika ir Δ 531
Δ kaip pinigų standarto alternatyva 525
politinė Δ laikymosi problema 529
pusinės taisyklės ir Δ 529
vengimo pavojus ir Δ 528
pinigų multiplikatorius 253
Δ didėjimas 372–373
Federalinė rezervų sistema ir Δ 254–255
rezervų norma ir Δ 434
pinigų paklausa 314–330
absoliutinė likvidumo pirmenybė ir Δ 320–321
apyvartos greitis ir Δ 326–327, 368–369
BNP ir Δ 324
draudžiamasis likutis ir Δ 317–320
LP kreivė ir Δ 338, 342, 343, 345–346
nedarbas ir Δ 320
paklausos funkcija ir Δ 321–323
palūkanų normos ir Δ 268–270, 293–301, 316–317
paprastas mechaninis požiūris į Δ 314–316
pinigų pakaitalai ir Δ 322–323
realaus pinigų kiekio paklausa 384
sandėriams laikomų pinigų paklausa 316–317, 328–330
spekuliacinė Δ 320–321
statistinė Δ 323–326
taupymui laikomų pinigų paklausa 321, 324–325
turtas ir Δ 322, 323–324
visuminė paklausa ir Δ 314–327
pinigų paklausos kreivė 510
pinigų pasiūla
Δ apibrėžimas 160
aukso gavybos technologija ir Δ 372
aukso įplaukos ir Δ 503
aukso standartas ir Δ 531–532
bankų žlugimas ir Δ 62–63
BNP ir Δ 371, 372, 373–374
Brunerio ir Melcerio modelis ir Δ 386–387
centrinio banko Δ kontrolė 174
Δ didėjimo tempas 226–229
Δ per Didžiąją depresiją 17, 505, 510–511, 513
dirbtinai nustatoma palūkanų norma ir Δ 512–513
Δ duomenų patikimumas 226–229
ekonomikos smuktelėjimas ir Δ 372
Δ endogeninių pinigų koncepcijos požiūriu 244–246
Δ kaip Federalinių rezervų užduotis 447, 450–454
galimybė kontroliuoti Δ 450
indėlių įstaigos ir Δ 57, 62–63
infliacija ir Δ 360–362
Δ Japonijoje 372
kartotinis indėlių kūrimas ir Δ 232–246
Δ pagal kiekybinę teoriją 372–373
likvidumo reiškinys ir Δ 301
LP kreivė ir Δ 339, 343–346
naujasis požiūris į Δ 244 *išn.*
nominaliosios pajamos ir Δ 220, 450
pajamos ir Δ 268–270, 286, 369, 370–374
palūkanų normos ir Δ 292–301
į pasiūlą neįskaitomi vyriausybės indėliai 226
į pasiūlą neįskaitomos bankų aktyvų rūšys 226
pinigų multiplikatorius ir Δ 242, 243–244
priešinga kryptimi kintanti Δ 588
realioji ir nominalioji Δ 268–269, 301–303
Δ realiojo likučio aspektu 382, 384
Δ 7 dešimtmetyje 253
sezoniniai Δ svyravimai 228
Δ skaičiavimo problemos 24–25, 448–449
skolinamųjų lėšų pasiūla 294
Δ svyruojančių ir susietų valiutos kursų laikotarpiais 587–588
Δ teorija 243–246
terminuotieji indėliai ir Δ 245
Δ 1981–1982 m. 519–521
užsieninė bankininkystė ir Δ 160
visuminė paklausa ir Δ 224
dar *ž kiekybinė teorija, P1, P2, P3, rezervai, valiuta*
pinigų paslaugų indekso metodas 225–226
pinigų politika 18
anticiklinė Δ 483–502, 526–527
BNP ir Δ 483
didelis užimtumas — Δ tikslas 411–412, 416, 420
Δ per Didžiąją depresiją 504
ekonometrinis Δ modelis 476–478
ekonomikos kilimas — Δ tikslas 415, 420
Federaliniai rezervai ir Δ 181, 189, 212, 326–327, 415–423
finansinė panika ir Δ 416
FRS operacijų atvirojoje rinkoje komitetas ir Δ 419–420, 498–499
gyvenamųjų namų statyba ir Δ 478–479
Δ pagal IS ir LP schemą 340–345
iždo politikos koordinavimas su Δ 422–423
JAV iždo politika ir Δ 189
Keinso teorija apie Δ 340–345
konfliktai tarp Δ tikslų 419–421
Δ kontroliuojami bankų rezervai 232
pajamų prognozės ir Δ 483–489
patikslintoji Δ bazė 251
pavojai, trukdantys pasiekti Δ tikslus 415–418
politiniai ekonomikos ciklai ir Δ 190–191
Δ pagal postkeinsistinę teoriją 401–403
Δ poveikis pagal 12 modelių 477, 478
Δ poveikis tarptautinei prekybai 473–475
reguliavimo susilpnėjimas, nauji finansiniai svertai ir Δ 478

renkamoji valdžia ir Δ 190, 191
ribojamoji Δ 416, 417, 418
Δ — stabilizavimo priemonė 483
stabilizuojamoji Δ 491–493, 526–527
Δ tikslai 411–415
Δ tikslų svarba 421–422
tinkamas valiutos kursas — Δ tikslas 415
tvirta palūkanų norma — Δ tikslas 416–418
tvirtos kainos — Δ tikslas 412–415, 416, 419–420
užsieninė bankininkystė ir Δ 160–161, 169, 170–171
užsieninės investicijos ir Δ 418–419
užsieniniai bankai ir Δ 161–163
dar *ƒ Federalinių rezervų politika*
pinigų rinka
Δ apibrėžimas 48
bankai ir Δ 152, 153
Δ fondai 58–59, 153, 154, 209, 317
Δ pagal Keinso teoriją 334–336, 337
pusiausvira Δ 299
taisyklė *Q* ir Δ 195
pinigų rinkos sąskaitos 135, 321
pinigų sistema
Δ reikšmė 3–4
pinigų standartai 525–534
Δ apibrėžimas 525
aukso standartas 531–532
pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 525–531
privatieji pinigai kaip Δ 532–533
visiškas užimtumas kaip Δ aspektas 533
pinigų tapsmas (virtimas grynaisiais pinigais) 28–29
pirkėjo apsauga 35–36
pirkimo ir pardavimo kainos atotrūkis 77, 557, 572
pirkimo opcionas 75–76
Pirmasis bankas (JAV) 101–102
Pirmasis jūrų bankas (JAV) 113
I pasaulinis karas 350, 512, 525, 545, 546
Pirmasis Pensilvanijos bankas 112, 202
pirminė palūkanų norma 86
pirminė rinka 48–49
pokyčių procentas 82, 83
polinkiai 322–323
politiniai veiksniai 92–93
pomokestinė realioji palūkanų norma 310–312, 449
poncio finansai 403–404
Poole William 190, 502, 524
populistai 176
postkeinsistinė teorija 265, 338–404
darbo užmokestis ir kainos pagal Δ 402–403
ekonomikos ciklai pagal Δ 403–404
laikas ir pusiausvyros tyrimas pagal Δ 401–402
nenuspėjamumas pagal Δ 400
nestabilumas pagal Δ 399–400
netikrumas pagal Δ 400
pinigų politika ir Δ 402–403
trys finansų rinkos rūšys pagal Δ 48–61
visuminė paklausa pagal Δ 401–404
poveikio vėlavimas
Δ apibrėžimas 483
ekonometrinės problemos ir Δ 487–489
empiriniai Δ apskaičiavimai 489–490
išorinis Δ 489
klaidų ištaisymas per Δ 487
modelis, susijęs su Δ 485–487
Δ pasiskirstymas 483–484, 489–490
poveikio BNP vėlavimas 483–484
vidinis Δ 489
pradinė įmoka (marža) 74, 435
pradinės įmokos reguliavimas 435
pragyvenimo išlaidų koregavimo straipsnis 363
Prancūzija
didieji Δ bankai 162
prekės 533
prekiavimo taisyklės 71–72, 74–75
prekybos balansas 573, 575–576
dar *ƒ mokėjimų balansas*
prekybos bankai, investicijų bankai 58
prekybos finansavimas 164
prekių kainų lygis
aukso standartas ir Δ 543–545
Δ ir mokėjimų balansas 543–544
prekių krepšelis kaip vertės matas 533
prekių rinka 336, 337
Preskotas Edvardas (Edward Prescott) 398, 406
prezidento galia 186–188, 191
priedas už riziką 91, 93, 277
priešingasis pasirinkimas 52
privatieji pinigai 532–533
profesinės sąjungos 378, 402
darbo užmokesčio didėjimas ir Δ 359
Δ galia derybose su darbdaviais 352
politiniai ekonomikos ciklai ir Δ 496–497
pragyvenimo išlaidų koregavimo straipsnis Δ sutartyse 363
racionaliojo numatymo teorija ir Δ 391–392, 492
visuomeninė sutartis ir Δ 362
Proksmairas Viljamas (William Proxmire) 188
Proxmire William 188
Pūlis Viljamas (William Poole) 190, 502, 524
pusiausvyra
Δ tyrimas ir laikas 401–402
vyriausybės deficitas ir Δ 386–388
pusinės taisyklės 529–530

racionaliojo numatymo teorija 306–308
anticiklinė politika ir Δ 491–494, 527
infliacija pagal Δ 307–308, 354
naujoji klasikinė teorija ir Δ 389–394, 491–494

politiniai ekonomikos ciklai pagal Δ 496–497
Ramiojo vandenyno pakrantės birža 78
Rasche Robert 467
rasinė diskriminacija 356
Reagan Ronald 184
realieji ekonomikos ciklai 395–399
BNP ir Δ 395–397
Δ teorija 397–399
realiojo likučio reiškinys
Keinso teorija ir Δ 382
Δ modelis 382–385
Δ prielaidos 382–384
vidaus pinigai ir Δ 385
realiųjų vekselių doktrina 503–504
rediskontuotini vekseliai 503–504
reguliavimas *ţ vyriausybinis reguliavimas*
reguliavimo dialektika 201
reguliavimo susilpnėjimas 406–407
Δ 1981–1982 m. nuosmukio metu 519
Reiganas Ronaldas (Ronald Reagan) 184
reikalavimai (skolų) *ţ įsipareigojimai*
reitingo agentūros 78, 91
revoliucija, JAV revoliucija 18
rezervai 249–255
Δ apskaičiavimas 225, 251–253
atvirosios rinkos operacijos ir Δ 249, 250, 252–253, 428–429, 465
aukso Δ 590–591
Δ bazė 251–252
Δ didėjimas 249–250
Δ per Didžiąją depresiją 505, 508
Δ kitimą lemiantys veiksniai 248–249, 250, 256–259
laisvieji Δ 251, 252–253
neskolintieji Δ 251, 459–460
Δ norma 233
patikslintoji Δ bazė 251
pertekliniai Δ 251, 252
pinigų kiekio didėjimas ir Δ 174
pirminiai Δ 138–140
Δ kaip svertas 457, 459–460
Δ šaltiniai 248
šimtaprocentiniai Δ 207 *išn.*, 233
tarptautiniai Δ 589–590
Δ užsieninėje bankininkystėje 169–170, 171
užsienio bankų Δ 164
visuminiai Δ 251
dar *ţ tarptautiniai rezervai*
rezervų bazė 251–255
rezervų viršijimas iki darbo dienos pabaigos 116
ribinė mokesčių norma 90
ribinis kapitalo produktyvumas 278–279, 300
ribinis polinkis vartoti 285, 286, 300, 305
ribotos atsakomybės bendrija (bendrovė) 34
Ričmondo federalinis rezervų bankas 499
Rikardo ekvivalentiškumo teorema 285
ringas, pirkimo ir pardavimo Δ 71, 74
rinkos 67–81
Δ apibūdinimas 67–80
aukcioninės (varžytynių) Δ 67, 71–72, 74, 77, 78
banko indėlių Δ 72–73
didmeninės Δ 67, 71–72
elektroniniais ryšiais paremtos prekybos (nebiržinės) Δ 67, 72–79
eurodolerių Δ *ţ eurodoleris*
euroobligacijų Δ 77–78
hipotekos ir vartojimo kreditų Δ 79–80
JAV nacionalinis balansas ir Δ 68–71
JAV vyriausybės vertybinių popierių Δ 74–76
Δ kliringas 389–392, 491–494
korporacijų akcijų Δ 78–79
korporacijų obligacijų Δ 77–78
Δ likvidumas 88–89
mažmeninės Δ 67, 71, 79, 88
Δ rūšys 48–49
šiukšlinių obligacijų Δ 152
telefoninės Δ 71
turto Δ 67, 71–72
užsienio valiutų Δ 73–74
valstybinių ir vietinės valdžios obligacijų Δ 76–79
vertybinių popierių Δ 74–76, 88
vietinė Δ 71
dar *ţ finansų rinkos*
rinkos netobulumas 152
rinkos pusiausvyros kreivės 334–337
rinkos rizika, palūkanų normos rizika 39
rinkos veiksniai 249, 250, 256–259
Rytų avialinijos 90
rizika 34–48
akcijos ir Δ 34–35
Δ apibrėžimas 37–38
apsaugojimas nuo Δ 39–41
atitinkantys Δ draudimo įnašai 204
diversifikacijos Δ 41–42
finansinis tarpininkavimas ir Δ 56–57, 207
gyventojai (namų ūkiai) ir Δ 43–44
indėlių draudimas ir Δ 62, 200–209
korporacijų akcijų ir obligacijų rizikingumas 34–38
obligacijų rizikingumas 78
paketo Δ 39
paketo valdymas ir Δ 40–41
palūkanų normos Δ 39–40
pasiūlymai dėl pernelyg didelės Δ 203–208
paskolų Δ 37, 42–49
pelningumas ir Δ 41–42, 43
pelno maksimizavimas ir Δ 40–42
perkamosios galios Δ 38–39
priedas (atlyginimas) už Δ 95–96, 204
Δ prigimtis 37–38
reguliavimas ir Δ 200–202
Δ rūšys 38–39
sąlyginiai įsipareigojimai ir Δ 41
Δ skatinimas 200–203
skolinimo Δ 37–43
taisyklė *Q* ir Δ 202–203

transformavimo Δ 75
turto (nuosavybės) Δ 34–48
verslas ir Δ 45–48
vyriausybė ir Δ 44
riziką atitinkantys draudimo įnašai 204
Roll Richard 99
Rolnick Arthur 133
Roma 101
Romos sutartis (1975) 584
Roose Lawrence 502
Rose Peter 66
Roterdamo bankas 161
Roth Howard 439
Rousseas Stephen 406
Rumunija 147
Rusija 147

sąlyginiai įsipareigojimai 41, 51–52, 56
sandėriai (sutartys) ateičiai 74, 79, 560
sandėrių apyvartos greitis 226, 266–267
sandėrių išlaidos 23, 42, 56, 88
sandėrių sąskaitos 135–136
Sandraugos bankas 112
San Francisko federalinis rezervų bankas 224, 555
„Sanwal bank" 162
Sardžentas Tomas (Thomas Sargent) 389
Sargent Thomas 389
sausio mėnesio reiškinys 50
Savage Donald 133
savitarpio fondai 58–59, 79–80
savitarpio taupomieji bankai 57, 72–73, 100, 118
Scadding John 328, 481
Schmidt Wilson 598
Schwartz Anna 158, 215, 230, 370–372, 381, 507–512, 523
„Sears Roebuck" firma 210
Seibert Diane 439
Selden RicharΔ 381
Sent Luiso federalinis rezervų bankas 373
Sent Luiso lygtis ir modelis 373, 529
SEŠ *† silpnos ekonomikos šalys*
Sheffrin Steven 502
Shultz George 185
Siatlis 79
sidabro kainos 437
sidabro rinka 437
silpnos ekonomikos šalys (SEŠ, besivystančiosios šalys, mažai išsivysčiusios šalys)
Beikerio planas, skirtas Δ 197–198, 199
Breidžio planas, skirtas Δ 199–200
Δ eksportas 196, 197
Δ įsiskolinimas 147–149, 195, 196–200, 202, 417, 521
pasiūlymai dėl Δ 197–200
Δ skolų dovanojimas 199–200
Δ skolų istorija 196–197
Δ skolų pakeitimas investicijomis 198
Simpson Thomas 230
sindikatai 58
Singapūras 159, 166, 559
užsieniniai bankai Singapūre 164
skolinamosios lėšos 294–297
likvidumo pirmenybės teorija ir Δ teorija 297–300
Δ paklausa 295–297
Δ pasiūla 294–297
ribinis kapitalo produktyvumas pagal Δ teoriją 300
ribinis polinkis vartoti ir Δ 300
skolinimasis 43–48
finansų įstaigos ir Δ 51–61
firmos ir Δ 45–48
gyventojai ir Δ 37, 43–44
infliacija ir Δ 40
Δ išlaidos 44–48, 449
Δ mastai, diskonto norma ir Δ 432–433
pagrindiniai Δ sektoriai 37, 43
palūkanų normos ir Δ 86
pasyvusis Δ 590
rizika skolintis 37, 43–48
skolinimas ir Δ 33
Δ tikslai 33
trumpas ir ilgas Δ terminas 43–44
verslas ir Δ 37, 43, 45–48
vyriausybė ir Δ 37, 43, 44
dar *† paskolos*
skolos
akcijos ar Δ 34–36
Δ dovanojimas 199–200
Δ kaip Federalinių rezervų sistemos užduotis 455–456
firmų Δ 34–35, 211–213
investicijos į turtą ir Δ 198
Δ lygis 211–212
Δ nurašymas 198–199, 200
SEŠ Δ 147–149, 195, 196–200
dar *† federalinė skola, skolinimasis*
skolų pakeitimas investicijomis į turtą 198
slankiojo susieto valiutos kurso sistema 588–589
Smitas Adamas (Adam Smith) 367
Smith Adam 367
Smitsono susitarimas (1972) 531, 575
Smulkaus verslo administracija 37
smulki (mažavertė, penio vertės) akcija 79
Socialinio draudimo fondai 74–75
sojos pupelių rinka 568
Solomon Robert 553
Solow Robert 379
Solt Leik Sitis 79
spauda, finansinė Δ 185
Specialiosios skolinimosi teisės 257, 548–549, 581
spekuliacija 378, 504
spekuliaciniai finansai 403, 404
spekuliantai 561
Spindt Paul 230
Spokanas 79
stabilizuojamoji politika 402
Δ poveikis 491–493, 527

"Standard and Poor" agentūra 78, 79
statybos pramonė 63, 478–480
sterlingas 541
Sternlight Peter 467
Stigum Marcia 99
streikai 352
studentų paskolos 60
Sueco krizė 548
Sumitomo bankas 162
Summers Lawrence 406
sutartys ateičiai *ţ sandėriai ateičiai*
svaras, Airijos Δ 582
svaras, D. Britanijos Δ 74, 158, 540–541
  Airijos svaras ir Δ 582
  Δ ir JAV dolerio keitimo sandėriai 558
  Δ nuvertėjimas 549
  Δ pirkimo ir pardavimo kainos atotrūkis 572
svyruojantis valiutos kursas 549–552, 585–589

Šeštadienio nakties ypatingoji politika 516
Šiaurės Amerikos bankas 101
šiltnamio reiškinys 40
šiukšlinės obligacijos 78, 91, 95, 152, 212
Šulcas Džordžas (George Shultz) 185
Švarc Ana (Anna Schwartz) 158, 215, 230, 370–372, 381, 507–512, 523
Šveicarija 97
  didieji Δ bankai 162

Tačer Margaretė (Margaret Thatcher) 492
Taylor Herb 502
Taylor John 289, 406
taisyklė *Q* 122–125
  Δ panaikinimas 124–125, 202
  pinigų rinkos lėšos ir Δ 202
  Voiniloveris apie Δ 478
tarifai 547
  Romos sutartis ir Δ 584
tarpininkavimo mažėjimas 123
tarptautinė bankininkystė 158–172
  bankų filialai ir dukterinės firmos 161–163
  eurodoleriai 158, 159
  nacionalinių ir užsieninių bankų konkurencija 159, 162–165
  palūkanų normos Δ 166–169
  Δ plėtotė 159
  Δ reguliavimas 161, 162–166
  Δ struktūra 161–162
  tarptautinių bankų pasiskirstymas 162
  užsieniniai bankai 161
  vietinė pinigų politika ir Δ 160–161
tarptautinė pinigų rinka
  Δ komponentai 564
  pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 528
tarptautinė pinigų sistema 539–553, 580–598
  Δ 8 ir 9 dešimtmetyje 580–582
  Δ ateities kryptys 580–598
  Δ aukso devizų standartas 545–546
  Δ aukso standartas 539–545
  Bretono Vudso sistema 547–552, 594–595, 596
  didieji ekonomikos centrai ir Δ 596
  Δ evoliucija 580–582
  JAV ekonominės galios mažėjimas ir Δ 550–551
  nacionalinės pinigų sistemos nepriklausomybė ir Δ 595
  nacionaliniai interesai ir Δ 595–596
  Δ naujovės 594–596
  nesubalansuoti mokėjimai ir Δ 542
  pagrindiniai Δ bruožai 539
  periodas suirus Bretono Vudso sistemai 594–595
  politinės galios pasiskirstymas ir Δ 596
  Δ reorganizavimo pasiūlymai 594–596
  tarptautinė valiuta 593
  tarptautiniai įsipareigojimai 595
  tarptautiniai rezervai 541
  Δ tikslai 539
tarptautinė prekyba 473–475, 556, 584–585
Tarptautinė prekybos organizacija (TPO) 547
Tarptautinės bankininkystės aktas (1978) 165
tarptautinės pinigų institucijos 593–594
tarptautinė (užsienio) skola 147–148
tarptautinė valiuta 593
Tarptautinė valiutos rinka (Čikagos prekybos biržos Δ) 74
tarptautiniai bankų skyriai 170
tarptautiniai mokėjimai 542
  Δ apribojimai 546
  atsiskaitymų vekseliai (tratos) atliekant Δ 542
  aukso sandėriai atliekant Δ 542
  Δ pagal aukso standartą 542
  Tarptautinis valiutos fondas ir Δ 547
  Δ valiutinis reguliavimas 549
  dar *ţ mokėjimų balanso sąskaitos*
tarptautiniai pinigai 590–591
tarptautiniai rezervai 539, 589–590, 593
  aukso devizų standartas ir Δ 546
  aukso pavidalo Δ 541
  ekiu ir Δ 593
  Tarptautinio valiutos fondo Specialiosios skolinimosi teisės ir Δ 548–549
  valiutų kursai ir Δ 546, 581–582
Tarptautinis rekonstrukcijos ir plėtros bankas (Pasaulio bankas) 199, 200, 547
Tarptautinis valiutos fondas (TVF) 547–551, 579
  Bendrasis skolinimosi susitarimas Δ statute 548
  Δ įkūrimas 547
  kapitalo įnašai į Δ 547–548
  mokėjimų balansas ir Δ 548, 576
  silpnos ekonomikos šalių skolos ir Δ 199, 200
  Δ Specialiosios skolinimosi teisės 548

stojimo į Δ sutartis 548
Δ struktūra 547
šalių mokėjimų balansai ir Δ 549–550, 576
šalių narių paskolos iš Δ 548
užsienio dolerinių aktyvų pervedimas į Δ 593
valiutų paritetai pagal Δ taisykles 549–550, 569–570
dar *žr. Bretono Vudso sistema*
taupymas (santaupos)
Δ dydis 33
federalinis deficitas ir Δ 370
gyvenimo ciklo teorija ir Δ 275
gyventojų (namų ūkių) Δ 291, 294, 321
grynosios santaupos 291
Δ laikomų pinigų paklausa 321, 324–325
P2 ir Δ 25
Δ kaip paskolinių lėšų pasiūla 291, 292, 293–294
taupymo ir paskolų asociacijos 33, 118, 120–127
Δ balansas 154
Δ kaip finansų tarpininkas 56
Δ hipotekinės investicijos 51, 52
Δ hipotekinės paskolos 63
Δ kaip indėlių įstaigos 57, 61–63, 72–73, 100
Δ istorija 121–122
Δ krizės 126–127
Δ registravimas, priežiūra ir draudimas 120–121
skolų grąžinimo terminų neatitikimas ir Δ 125–126
taisyklės Q problemos ir Δ 123–124
taupomieji bankai ir Δ 129–130
1989 m. Δ reformos 203–204, 207–209
Δ vartojimo ir verslo paskolos 63
Δ žlugimai 125–126, 207–209
taupymo veiksniai 273–274
taupomieji bankai 129–130, 154
taupomieji indėliai 136
dar *žr. indėlių sertifikatai*
taupomosios įstaigos 177–178
apskaita rinkos verte ir Δ 205
Δ balansas 154
gyvenamųjų namų statyba ir Δ 479
Δ hipotekinės paskolos namams įsigyti 101, 121–122, 208
Δ indėlių draudimas 205–206
komerciniai bankai ir Δ 100–101, 202–203
konkurencija tarp Δ 123–126
kredito sąjungos kaip Δ 130–131
palūkanų normos ir Δ 121–124, 290–291
skolų grąžinimo terminų nederėjimas taupomosiose įstaigose 125
Δ taikoma kūrybinė apskaita 125
taisyklė *Q* ir Δ 122–125
taupymo ir paskolų asociacijos 120–127
taupomieji bankai 129–130
taupomieji savitarpio bankai 100
Δ per 1981–1982 m. nuosmukį 519
Tautų Sąjunga 545
Teeters Nancy 187
teisės į nuosavybę 32, 79
teisėta mokėjimo priemonė 26
telefono ryšiai 67, 71, 73
telegrafo pervedimai 19, 115–116
telegramos 19
Teminas Pyteris (Peter Temin) 510–512, 524
Tew Brian 553
Thaler Richard 66
Thatcher Margaret 492
Thornton Daniel 313
Tyters Nensė (Nancy Teeters) 187
Tobinas Džeimsas (James Tobin) 247, 283, 372 *išn.*, 524, 535
Todd Walker 157
Tokijas 73, 158, 159, 559
Toma Eugenia 502
Toma Mark 502
Torontas 159, 559
transformavimo rizika 75
Trehan Bharat 230
tretinė rinka 48 *išn.*
Triffin Robert 553
turtas
Δ apskaičiavimas 69
Δ dalių santykis su visuma 43
gyventojų (namų ūkių) Δ 273–275
Δ pagal Keinso teoriją 378
Δ likvidumas ir nelikvidumas 273–274
palūkanų norma ir Δ 274, 300–301
pinigai ir Δ 19–20, 23–24
pinigų paklausa ir Δ 321–323
sandėrių išlaidos, susijusios su Δ 23
taupymas ir Δ 272–274
vartojimas ir Δ 274–275
turtas (nuosavybė) 33–37
infliacija ir Δ 40
finansinis Δ 32, 67, 68–73
Δ kainos 49–50
Δ likvidumas 25, 28–29, 42, 140, 141
nekilnojamasis Δ 67, 68, 71
obligacijos 35–37
obligacijos kaip finansinis Δ 32, 35–36, 37
Δ paklausa 42–43
Δ pelningumas 42, 43
Δ požymiai 69–71
Δ rinkos 67–80
Δ rizika 34–48
Δ sandėrių išlaidos 42–43
Δ užsienyje 69
Δ vertė 41–43
dar *žr. aktyvai, lėšos*
turto draudimas 41
TVF *žr. Tarptautinis valiutos fondas*
tvirtų pajamų grupės 185

ūkinės bendrijos 34, 35
užimtumas 18

naujoji klasikinė teorija ir Δ 392–399
realiojo likučio efektas ir Δ 382
dar *ž nedarbas, visiškas užimtumas*
užsieninė bankininkystė (foreign-owned banks, offshore banking; užsieniniai bankai ir bankų skyriai kitose šalyse)
centriniai bankai ir Δ 169, 170
doleriniai indėliai užsieniniuose bankuose 163–164, 167
dukterinės firmos 161–163, 164
Δ duomenų įskaitymas į nacionalinę pinigų pasiūlą 160
eurodoleriai ir Δ 158–160
Federalinė rezervų sistema ir Δ 165
Δ finansinių lengvatų rajonuose 159–160
infliacija ir Δ 165–166
Δ JAV 164–166
JAV mokesčiai ir Δ 162–163
JAV pinigų politika ir Δ 161, 163–166
kitų šalių valiutos indėliai ir Δ 158
konkurencija dėl indėlių 166
Δ palūkanų normos 160, 166–169
palūkanų normų skirtumai užsieniniuose ir vietiniuose bankuose 166
Δ plitimas 165–171
Δ privalumai 169–171
Δ reguliavimas 163–164, 165–167, 169–171
rizikos vengiantys investitoriai ir Δ 167
tarptautinė prekyba ir Δ 164
užsieninių bankų žlugimai 165–166
užsienio investicijos ir Δ 164
valiutų keitimo rizika ir Δ 167–168
valiutų teritorijos (regionai) ir Δ 169
vietiniai suvaržymai ir Δ 163–165
dar *ž tarptautinė bankininkystė*
užsieninės JAV dolerių obligacijos 92–93
užsienio investicijos 164, 418–419
užsienio paskolos 147
užsienio valiutos 49
aukso standartas ir Δ 531–541
JAV doleris palyginti su Δ 18, 93–94
Δ kurso kilimas 554
Δ nuvertėjimas 549
Δ palūkanų normų sukeitimai 54
pinigų kiekio didėjimo taisyklė ir Δ 528
pinigų pasiūla ir Δ 224–225
valiutos teritorija ir Δ 555
vertybiniai popieriai, išreikšti Δ 92–94, 97
vertybinių popierių palūkanos Δ 93, 94, 95–96
užstatas 34, 79

valiuta
centrinio banko Δ leidimas 176
Δ ir indėlių santykis 243
Δ jungimas 582–585
Δ ir kapitalo ir aktyvų santykis 108–109
Δ paklausa 240–241
Δ pirkimo ir pardavimo kainos atotrūkis 557, 572
Δ skirtumai 93–94
svyruojanti ar susieta Δ 585–587
užsieninė bankininkystė ir Δ 158
dar *ž nacionalinės valiutos, užsienio valiutos; įvairių šalių valiutos*
valiutos kontrolierius 103, 104, 105, 106, 107, 177
valiutos optimalios teritorijos problema 571–572
valiutų keitimo rinka 73–74, 554–579
Δ arbitrai 561
atvirosios rinkos operacijos valiutų keitimo rinkoje 570
bankų ir prekiautojų užsienio valiuta pasiskirstymas 558
centrinio banko kišimasis į Δ 569–571
diskonto veiksniai valiutų keitimo rinkoje 568
firmų nenoras rizikuoti 572–573
geografiniai rinkos padaliniai 556
išankstinio Δ sandėriai 559–564
JAV doleris valiutų keitimo rinkoje 73, 93–94, 97, 165–166, 189, 196, 225, 418–419, 516, 554, 557–559, 592–593
keitimo kursų lygis valiutų keitimo rinkoje 564–567
kitos finansų rinkos ir Δ 568
komerciniai klientai ir Δ 556–557
konkurencija valiutų keitimo rinkoje 557
„meška“ ir Δ 567
nacionalinės pinigų sistemos nepriklausomybė ir Δ 571–573
nedelsiamieji sandėriai 74, 559–564
Δ neefektyvumas 587–588
nemonetariniai svyravimai 567–568
obligacijos ir Δ 77, 92
Δ organizacija 557–559
pasikeitimo sandėriai 74, 560
pinigų sistemos svyravimai 567–568
pirkimo ir pardavimo kainos atotrūkis ir Δ 557, 572
Δ prekiautojai 74, 558
Δ prekybos apimtis 73, 556
prekybos finansavimas per Δ 557–558
Δ sandėrių išlaidos 572
Δ spekuliantai 561
Δ sudėtis 74
sutartys ateičiai 74, 79
Δ tarptautinėje pinigų rinkoje 73, 564, 595–596
valiutos optimalios teritorijos problema ir Δ 571–573
valiutų poros valiutų keitimo rinkoje 557–558
Δ ir vertybinių popierių operacijos 566
Vokietijos federacinis bankas ir Δ 569–571
valiutų kursai
Δ apibrėžimas 554
Δ 8 dešimtmetyje 566
Δ atsitiktiniai svyravimai ir dinamika 587–588

bankų brokeriai ir Δ 73, 556–557
Federalinių rezervų politika ir Δ 189
Δ — Federalinių rezervų užduotis 456
infliacija ir Δ 415, 515–516
išankstinio valiutos keitimo kursas 559–564
Δ 4 dešimtmetyje 546
Δ kitimas 556–557
kryžminis Δ 558
Δ lygis 564–567
mokėjimų balansas ir Δ 554–579
nacionalinių kainų lygis ir Δ 564, 566
numatomas valiutos kurso pokytis 566–567
palūkanų normos ir Δ 333–334, 417, 474–475, 560–562
Δ ir palūkanų normos pariteto teorema 561
perkamosios galios pariteto teorija ir Δ 564, 566
prekių kainų lygis ir Δ 564, 566
Δ prognozės 563–564
Δ ir „pūtimas prieš vėją“ 567
slankiojo susieto valiutos kurso sistema 588–589
susieto Δ sistema 540–541, 585–588
Δ svyravimai 567–568
svyruojantys Δ 549–552, 585–588
Δ tarpukario laikotarpiu 546
tinkamas Δ 415, 420
Δ 3 dešimtmetyje 546
1950–1970 m. Δ stabilumas 549
Δ užsieninėje bankininkystėje 167–168
„vairuojančios“ ekonominės jėgos ir Δ 587
Δ valdymas 588–589
Δ valiutų teritorijose (regionuose) 554–555
vidiniai ekonominiai tikslai ir Δ 571
valiutų teritorijos (regionai) 582–585
Δ apibrėžimas 555
būtinos ir pakankamos Δ sąlygos 583
centriniai bankai ir Δ 583–584
kapitalo judėjimas valiutų teritorijose 583
mainai tarp Δ 554–555
nacionalinės valiutos palaikymo išlaidos ir Δ 583–584
optimalios Δ 571–572
pinigų pasiūlos augimas ir Δ 583
užsieninė bankininkystė ir Δ 169
Wallich Henry 524
„Wall Street Journal“ 86, 93, 148, 248, 394
valstijų ir vietinės valdžios obligacijos 76–77
valstijų leidžiami banknotai 102, 103, 528
valstijų vykdomas reguliavimas 102
bankų filialų steigimo ribojimas 119
bankų registravimas 104
valstijų valdžia 37, 44, 89
„Value Line“ firma 50
Warburton Clark 508
vartojimas
grynosios pajamos ir Δ 354
investicijos ir Δ 283–284
Δ ir Keinso teorija 333–334, 378
palūkanų norma ir Δ 274
realieji pinigų likučiai ir Δ 384
ribinis polinkis vartoti 275, 285, 286, 300
skolinimasis ir Δ 33
turtas ir Δ 274–275
visuminė paklausa ir Δ 273–274
vartojimo funkcija 274–275
vartojimo kreditai 435–436
vartojimo prekių ir paslaugų kainų indeksas (VKI) 348
Washington George 69
Vašingtonas 79
Vašingtonas Džordžas (George Washington) 69
Vašingtono valstybinės energetikos vadovybė 86
Weber Warren 133
Weiner Stuart 366
vekseliai 126, 503–504, 542
verslai
ekonomikos sektoriai ir Δ 37, 43
santaupos iš Δ 291, 294
skolinimasis iš Δ 37, 43, 45–46
smulkusis Δ, paskolos jam 60
vertė 21–22
vertės matas 20, 21–22, 24, 533
vertybiniai popieriai
Δ apmokestinimas 89–90, 96
apsauga ir Δ 53–54
Δ — bankų aktyvai 140–141
Δ per Didžiąją depresiją 506–507
dirbtinai nustatomos palūkanų normos ir Δ 512–513
federalinės vyriausybės Δ 92, 96, 512–513
ilgalaikiai (ilgų terminų) Δ 44–45, 75, 94–96
infliacija ir Δ 17–18
JAV iždo Δ 44, 86, 89
Δ kainos 41–43
kapitalo santykis su aktyvais ir Δ 108–109
Δ laikymas 319–321
Δ likvidumo priedas 95–96
Δ matematinė vertė 37
Δ opcionai 75–76
Δ palūkanų normos 43–44, 54, 75, 82–98, 478
pinigų laikymas ir investavimas į Δ 315–316
Δ pirkimas ir pardavimas užsienyje 294, 333–334, 473–475
Δ rinka 74–76, 88–89
Δ rizikingumas ir pelningumas 36–37, 39
Δ sandėrių išlaidos 88
Δ savybės 89–97
trumpalaikiai (trumpų terminų) Δ 43–45, 94–97, 225

Δ užsienio valiutomis 77–78, 92, 96, 97
vertybinių popierių dyleriai 57–58
Veteranų administracija 60
Wicker Elmus 524
Vidurio vakarų birža (Čikaga) 78
vieno žmogaus nuosavybė 34
vietinės rinkos 71
vietinė valdžia
  Δ leidžiamos obligacijos 76–77
  Δ pensijų fondai 37
  Δ vertybiniai popieriai 44
Vietnamo karas 350, 514
Wilcox James 133
Willett Thomas 502
Vilsonas Vudrovas (Woodrow Wilson) 104
Viner Jacob 529 *išn.*
vyriausybės išlaidos
  Δ anticikliniam reguliavimui 422–423
  infliacija ir Δ 359–360
  investicijų multiplikatorius ir Δ 284
  IS ir LP schema ir Δ 340–343, 344
  paketinis išstūmimas ir Δ 340–341, 343
  palūkanų normos ir Δ 333–334
  Δ už prekes ir paslaugas 333–334
vyriausybės kišimasis
  stabilizuojamoji politika 377–378
  dar *ž iždo politika, pinigų politika*
vyriausybinės kredito žinybos 60–61
vyriausybinis reguliavimas
  banko registracija kaip Δ 104–105
  finansų rinkų Δ 61–64
  įvairios Δ žinybos 163–164
  Kongreso Δ 211, 213
  narystė Federalinėje rezervų sistemoje 104–105
  Δ struktūra 104–107
  tarptautinės bankininkystės Δ 158, 161, 163–165
  užsieninių bankų Δ 165–166, 169–171
  valstijų Δ 61, 105, 119, 212
viršijimo privilegijos 225
visiškas užimtumas 268, 356, 395
  mokėjimų balansas ir Δ 549
  pinigų standartas ir Δ 533–534
  užsienio šalių vidaus politika dėl Δ 549
visuminė paklausa
  eksportas ir Δ 284
  importas ir Δ 285
  investicijos ir Δ 276–283
  kainų lygis ir Δ 359–360
  karo metų finansai ir Δ 512
  „Keinso kryžius“ ir Δ 271–272
  Δ pagal kiekybinę teoriją 265–267
  Δ modelis 331–347
  mokesčiai ir Δ 284
  Δ monetaristinė koncepcija 263
  Δ pagal naująją klasikinę teoriją 392
  nedarbas ir Δ 363–365
  Δ per nuosmukį 492
  pajamų ir išlaidų teorija ir Δ 270–275
  palūkanų norma ir Δ 290–312
  pinigų paklausa ir Δ 314–330
  pinigų pasiūla ir Δ 224
  Δ pagal postkeinsistinę teoriją 401–404
  produkcijos atsargos ir Δ 271–272
  stabilizuojamoji politika ir Δ 402
  Δ vartojimo srityje 272–275
  Δ veiksniai 263–288
  vyriausybės deficitas ir Δ 387–388
  vyriausybės išlaidos ir Δ 284
  dar *ž Keinso teorija*
visuminės paklausos kreivė 357–358, 402
  infliacija ir Δ 356, 360–362, 402
visuminės pasiūlos kreivė 348, 358
visuomenės interesų teorija 497
visuomenės pasirinkimo teorija 497–498
visuomeninė sutartis 362, 402, 533
Visuotinis susitarimas dėl prekybos ir tarifų (VSPT) 547
VKI (vartojimo prekių ir paslaugų kainų indeksas) 348
Voiniloveris Albertas (Albert Wojnilower) 478, 481
Vokietija, Vokietijos Federacinė Respublika 94, 349, 354, 551
  didieji Δ bankai 159, 162
  ekonominė Δ galia 596
  JAV infliacijos lygis, atmestas Δ 588
  Δ ir užsienio valiutos keitimo rinka 569–571
  valiutos unifikavimas 582
  dar *ž markė (Vokietijos)*
Vokietijos bankas 159
Vokietijos federacinis bankas 569–571
Volcker Paul 184, 437, 492, 517
Volisas Nylis (Neil Wallace) 389
Volkeris Polis (Paul Volcker) 184, 437, 492, 517
Woolley John 187 *išn.*
Vorbertonas Klarkas (Clark Warburton) 508

zombiai, nemokios organizacijos 126

„žaidimo taisyklių“ koncepcija 543
žemės ūkio krizė 291
Žemės ūkio departamentas 185
žemės ūkio produktų kainos 511
žemės ūkis 32, 60

Angliškų terminų žodynėlis

acceleration principle — akceleratoriaus principas
adverse selection — priešingasis pasirinkimas
after-tax real interest rate — pomokestinė realioji palūkanų norma
after-tax returns — pajamos, gautos sumokėjus mokesčius
agents — agentai
aggregate demand — visuminė paklausa
aggregate demand curve — visuminės paklausos kreivė
aggregate supply curve — visuminės pasiūlos kreivė
agricultural prices — žemės ūkio produktų kainos
agriculture — žemės ūkis
announcement effect — paskelbimo poveikis
annuity — kasmetinė renta
antitrust policy — antimonopolinė politika
arbitragers — arbitrai
assets — aktyvai, turtas
auction markets — aukcioninės rinkos
automatic financing — automatinis finansavimas

Baa bond rate — Baa obligacijų palūkanų norma
Baker plan — Beikerio planas
balance of payments — mokėjimų balansas
balance of payments accounts — mokėjimų balanso sąskaitos
bank equity capital — banko akcinis kapitalas
banker's acceptance — banko akceptuotas vekselis
bank failures — bankų bankrotai
Banking Act (1933) — Bankininkystės aktas (1933)
bank notes — banknotai
bankruptcy — bankrotas
banks — bankai
Banks for Cooperatives — kooperatyvų bankai
barter — mainai
bearer form — pateikėjo forma
bid-ask spread — pirkimo ir pardavimo kainos atotrūkis
bills of exchange — vekseliai
bimetallic standard — bimetalinis standartas
black box approach — „juodosios dėžės" principas
Black Monday (October 19, 1987) — Juodasis pirmadienis (1987 m. spalio 19 d.)
bonds — obligacijos
borrowing — skolinimasis
Brady plan — Breidžio planas
Bretton Woods System — Bretono Vudso sistema
broad money — pinigai plačiąja reikšme
brokerage firms — brokerių firmos
Brunner-Meltzer model — Brunerio ir Melcerio modelis
building industry — statybos pramonė
Bureau of Printing and Engraving, U.S. Treasury Department — Graviravimo ir spausdinimo biuras, JAV iždo departamentas
business cycle — ekonomikos ciklas
businesses — verslai

call option — pirkimo opcionas
call protection — pirkėjo apsauga
Cambridge equation — Kembridžo lygtis
CAMEL ratings — bankų kapitalo pakankamumo, valdymo būdo, pajamų ir likvidumo lygio vertinimas
capacity utilization — pajėgumo panaudojimas

capital — kapitalas
capital-account balance — kapitalo sąskaitos balansas
capital / asset ratio — kapitalo ir aktyvų santykio rodiklis
capital coefficient — kapitalo koeficientas
capital gains — pajamos iš kapitalo
capitalism — kapitalizmas
capital markets — kapitalo rinkos
capital mobility — kapitalo judėjimas
capital stock — pagrindinis kapitalas
cargo insurance and freight (CIF) costs — krovinių draudimo ir gabenimo išlaidos
casualty companies — draudimo nuo nelaimingų atsitikimų bendrovės
central banks — centriniai bankai
certificates of deposits (CDs) — indėlių sertifikatai
checks — čekiai
Chrysler Corporation — Kraislerio korporacija
Civil War, U.S. — Pilietinis karas (JAV)
claims — (skolų) įsipareigojimai (reikalavimai)
clearinghouse certificates — kliringo kontorų sertifikatai
Clearinghouse Interbank Payments System (CHIPS) — kliringo kontorų tarptautinių mokėjimų sistema
collateral — užstatas
college endowment funds — koledžų labdaros fondai
college students, loans for — studentų paskolos
commercial banks — komerciniai bankai
commercial paper — komerciniai vertybiniai popieriai
commodities — prekės
commodities market — prekių rinka
commodity bundle standard — prekių krepšelio vertės matas
commodity price level — prekių kainų lygis
Community Reinvestment Act (1977) — Bendruomenės reinvestavimo aktas (1977)
compensating balance requirements — kompensacinių likučių reikalavimai
Comptroller of the Currency — valiutos kontrolierius
computers — kompiuteriai
consumer credits — vartojimo kreditai
consumer ignorance — klientų neišmanymas
consumer installment debt — išsimokėtinai perkančių pirkėjų skolos
consumer price index (CPI) — vartojimo prekių ir paslaugų kainų indeksas (VKI)
consumption — vartojimas
consumption function — vartojimo funkcija
contingent claims — sąlyginiai įsipareigojimai
corporations — korporacijos
cost of living adjustment (COLA) clauses — pragyvenimo išlaidų koregavimo straipsnis
countercyclical monetary policy — anticiklinė pinigų politika
coupon bond — kupono obligacija
coupon rate — kupono procentas
crawling-peg exchange system — slankiojo susieto valiutos kurso sistema
credit — kreditas
credit agencies, federal government — vyriausybinės kredito žinybos
credit allocation system — kreditų paskirstymo sistema
credit cards — kredito kortelės
credit money — kreditiniai pinigai
creditors — kreditoriai
credit ratings — kredito įvertinimas
credit rationing — kredito normavimas
credit unions — kredito sąjungos
crowding in — įtraukimas
crowding out — išstūmimas
currency — valiuta, grynieji pinigai

currency areas — valiutų teritorijos (regionai)
current-account balance — einamosios sąskaitos balansas

daylight overdrafts — turimų rezervų naudojimo viršijimas iki darbo dienos pabaigos
debt — skola
default risk — įsipareigojimų nevykdymo rizika
default-sensitivity — jautrumas įsipareigojimų nevykdymui
demand — paklausa
demand function — paklausos funkcija
deposit insurance — indėlių draudimas
deposit multiplier — indėlių multiplikatorius
depository institutions — indėlių įstaigos
deposits — indėliai
depreciation — amortizacijos atskaitymai
Depression, Great — Didžioji depresija
deregulation — reguliavimo susilpnėjimas
discount rate — diskonto norma
discouraged workers — žmonės, liovęsi ieškoti darbo netekę vilties susirasti
disintermediation — tarpininkavimo mažėjimas
disinvestment — neigiamosios investicijos
disposable income — grynosios pajamos
diversifiable risk — diversifikacijos rizika
diversification — diversifikacija
dividend payments — dividendai
division of labor — darbo pasidalijimas
dollar, Australian — doleris, Australijos Δ
dollar, Canadian — doleris, Kanados Δ
dollar, U.S. — doleris, JAV Δ
double coincidence of wants — abipusis norų sutapimas
double-counting — dviguboji apskaita
Dow-Jones Industrials — Dou ir Džonso pramoninis indeksas

Eastern Airlines — Rytų avialinijos
econometric models — ekonometriniai modeliai
economic growth — ekonomikos kilimas
economic systems, instability in — ekonomikos sistemų nestabilumas
economy — ekonomika
economists — ekonomistai
ECU (European currency unit) — ekiu (Europos valiutos vienetas)
Edge Act corporations — Edžo akto korporacijos
efficient markets theory — efektyviųjų rinkų teorija
electronic payments systems — elektroninės mokėjimų sistemos
eligible paper — rediskontuotinas vekselis
employment — užimtumas
equilibrium — pusiausvyra
equipment leasing — gamybos įrengimų nuomojimas
equity — akcijos
equity / debt swaps — skolų pakeitimas investicijomis į turtą
error-learning model of expectations — numatymo, kaip mokytis iš klaidų, modelis
Euro-bond market — euroobligacijų rinka
Eurodollar — eurodoleris
Euromark — euromarkė
European community — Europos bendrija
European currency unit (ECU) — Europos valiutos vienetas (ekiu)
European Monetary System — Europos pinigų sistema
exchange mechanism — mainų mechanizmas
exchange rate — valiutos kursas
expectations — numatymas
exports — eksportas

face value — nominalinė vertė
factoring — faktoringas
farm crisis — žemės ūkio krizė
federal debt — federalinė skola
federal deficit — federalinis deficitas
Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) — Federalinė indėlių draudimo korporacija (FIDK)
federal funds — federaliniai fondai
federal government — federalinė vyriausybė
Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) — Federalinė gyvenamųjų namų hipotekos kredito korporacija
Federal Housing Administration — Federalinė gyvenamųjų namų statybos administracija
Federal Open Market Committee (FOMC) — Federalinis atvirosios rinkos komitetas
Federal Reserve Act (1913) — Federalinių rezervų aktas (1913)
Federal Reserve Bank of New York — Niujorko federalinis rezervų bankas
Federal Reserve Banks — federaliniai rezervų bankai
Federal Reserve Board — Federalinių rezervų taryba
Federal Reserve instruments — Federalinių rezervų svertai
Federal Reserve policy — Federalinių rezervų politika
Federal Reserve System (FRS, Fed) — Federalinė rezervų sistema (Federaliniai rezervai, FRS)
Federal Reserve targets — Federalinių rezervų užduotys
Federal Savings and Loan Insurance Company — Federalinė taupymo ir paskolų asociacijų draudimo bendrovė
Fedwire — FRS telegrafo pervedimai
fiat assets — deklaruotieji aktyvai
finance — finansai
finance companies — finansų bendrovės
financial institutions — finansų įstaigos
financial instruments — finansiniai svertai
financial intermediaries — finansų tarpininkai
financial managers — finansininkai
financial markets — finansų rinkos
financial panics — finansinė panika
financial system — finansų sistema
firewall — „gaisrasienė“
fiscal policy — iždo politika
Fisher effect — Fišerio reiškinys
Fisher equation — Fišerio lygtis
fixed income groups — tvirtų pajamų grupės
floating-exchange rates — svyruojantis valiutos kursas
florin, Netherlands — guldenas (Olandija)
foreign currencies — užsienio valiutos
foreign-exchange markets — užsienio valiutos rinkos
foreign-exchange rate — valiutos keitimo kursas
foreign investment — užsienio investicijos
foreign loans — užsienio paskolos
foreign-owned banks — užsienio bankai
forward transactions — išankstiniai sandėriai
fourth markets — ketvirtinė rinka
franc, Belgian — frankas, Belgijos Δ
franc, French — frankas, Prancūzijos Δ
franc, Swiss — frankas, Šveicarijos Δ
fraud — sukčiavimas
free banking — laisvoji bankininkystė
free-banking zones — laisvosios bankininkystės zonos
frictional unemployment — laikinasis nedarbas
full employment — visiškas užimtumas
funds — fondai, lėšos

futures contracts — sandėriai ateičiai
future spot exchange rates — būsimi valiutos nedelsiamojo keitimo kursai
future values — būsimoji vertė

General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) — Visuotinis susitarimas dėl prekybos ir tarifų (VSPT)
general obligations — bendrieji įsipareigojimai
Glass-Steagall Act (1933) — Glaso ir Stygolio aktas (1933)
gold — auksas
gold-exchange standard — aukso devizų standartas
gold markets — aukso rinkos
gold outflows — aukso nutekėjimas
gold prices — aukso kainos
goldsmiths — auksakaliai
gold standard — aukso standartas
government intervention — vyriausybės kišimasis
government regulation — vyriausybės reguliavimas
government spending — vyriausybės išlaidos
Gramm-Rudman amendment — Gramo ir Radmeno pataisa
greater disclosure — didesnis informacijos viešumas
greenhouse effect — šiltnamio reiškinys
gross national product (GNP) — bendrasis nacionalinis produktas (BNP)
gross national product deflator — bendrojo nacionalinio produkto kainų indeksas
guilder, Dutch — guldenas, Olandijos Δ

hedge finance — apsaugoti nuo rizikos finansai
hedging — apsaugojimas nuo rizikos
holding companies — holdingo bendrovės
home-equity loans — paskolos, įkeičiant asmeninį turtą
households — gyventojai (namų ūkiai)
Humphrey-Hawkins Act (1978) — Hamfrio ir Hokinso aktas (1978)
Hunt brothers — „Medžioklės broliai“
hyperinflation — hiperinfliacija

illiquidity — nelikvidumas
implicit contract — numanoma sutartis
imports — importas
income — pajamos
income, nominal — nominaliosios pajamos
income distribution — pajamų paskirstymas
income policy — pajamų politika
income velocity — pajamų apyvartos greitis
industrial development — gamybos plėtra
inflation — infliacija
insolvent institutions — nemokios organizacijos, zombiai
insurance — draudimas
insurance companies — draudimo bendrovės
insurance premiums, risk-adjusted — riziką atitinkantys draudimo įnašai
Interest Equalization Act (1963) — Palūkanų sulyginimo aktas (1963, JAV)
interest-rate risk — palūkanų normos rizika
interest rates — palūkanų normos
International Bank for Reconstruction and Development (World Bank) — Tarptautinis rekonstrukcijos ir plėtros bankas (Pasaulio bankas)
international banking — tarptautinė bankininkystė
International Banking Act — Tarptautinis bankininkystės aktas
International Banking Facilities — tarptautiniai bankų skyriai
international currency — tarptautinė valiuta
international debt — tarptautinė (užsienio) skola
International Monetary Fund — Tarptautinis valiutos fondas
International Monetary Market — tarptautinė valiutos rinka
international monetary system — tarptautinė pinigų sistema

international money — tarptautinė valiuta
international money market — tarptautinė pinigų rinka
international payments — tarptautiniai mokėjimai
international reserves — tarptautiniai rezervai
international trade — tarptautinė prekyba
International Trade Organization (ITO) — Tarptautinė prekybos organizacija
interventionist policy — kišimosi politika
inventories — gamybinės atsargos
inventory cycles — gamybinių atsargų ciklai
investment banks — investicijų bankai
investment multiplier — investicijų multiplikatorius
investment — investicijos
IS (Investment-Saving) curve — IS (investicijų ir santaupų) kreivė
IS-LM diagram — IS ir LP diagrama
ITO (International Trade Organization) — Tarptautinė prekybos organizacija

January efecct — sausio mėnesio reiškinys
jawboning — įkalbinėjimai
junk bonds — šiukšlinės obligacijos

Keynesian cross — Keinso kryžius
Keynesian theory — Keinso teorija

labor, division of — darbas, Δ pasidalijimas
labor costs — darbo jėgos kaina
Labor department — Darbo departamentas
labor markets — darbo rinkos
lags — poveikio vėlavimas
LDCs (less developed countries) — silpnos ekonomikos šalys
Leage of Nations — Tautų Sąjunga
legal tender — teisėta mokėjimo priemonė
lenders of last resort — paskutiniai skolintojai kritiniu atveju
lending — skolinimas
less developed countries — silpnos ekonomikos šalys
letters of credit — akredityvai
leveraged buyouts — atpirkimai, paremti dideliais įsipareigojimais
liabilities — pasyvai
LIBOR (London Interbank Offered Rate) — Londono tarpbankinėje rinkoje siūloma palūkanų norma
life-cycle hypothesis — gyvenimo ciklo hipotezė
life insurance — gyvybės draudimas
limited partnerships — ribotos atsakomybės bendrijos (bendrovės)
lines of credit — kredito limitai
liquidity — likvidumas
liquidity preference theory — likvidumo pirmenybės teorija
lira, Italian — lira, Italijos Δ
Lloyds Bank — Loido bankas
LM (money and liquidity preference) curve — LP (pinigų ir likvidumo pirmenybės) kreivė
loanable funds — skolinamosios lėšos
loans — paskolos
local markets — vietinės rinkos
London Interbank Offered Rate (LIBOR) — Londono tarpbankinėje rinkoje siūloma palūkanų norma
London International Financial Futures Exchange — Londono tarptautinių finansinių sandėrių ateičiai birža
lottery prizes — loterijų laimėjimai
Lucas supply function — Luko pasiūlos funkcija

M-1 (narrow money) — *P1* (pinigai siaurąja reikšme)
M-1A — *P1A*
M-2 (broad money) — *P2* (pinigai plačiąja reikšme)
M-3 — *P3*
MAC (Mutual Assistance Corporation) of New York — Niujorko savitarpio pagalbos korporacija
manufacturing — gamyba
margin — pradinė įmoka, marža
margin accounts — pradinės įmokos reguliavimas
marginal productivity of capital — ribinis kapitalo produktyvumas
marginal propensity to consume (MPC) — ribinis polinkis vartoti
marginal tax rates — ribinė mokesčių norma
mark, German — markė, Vokietijos Δ
market equilibrium curves — rinkos pusiausvyros kreivės
market factors — rinkos veiksniai
market imperfections — rinkos netobulumas
market risk — rinkos rizika
markéts — rinkos
marking to market — apskaita rinkos verte
mathematical value — matematinė vertė
maturity — grąžinimo terminas
medium of exchange — mainų tarpininkas
merchant banks — prekybos (investicijų) bankai
mergers — jungtinės bendrovės
microeconomic theory — mikroekonomikos teorija
Midwest Exchange — Vidurio vakarų birža
minimum price laws — minimalios kainos įstatymai
minimum wage laws — minimalaus darbo užmokesčio įstatymai
monetarist theory — monetarizmo teorija
monetary policy — pinigų politika
monetary services index — pinigų paslaugų indekso metodas
monetary standards — pinigų standartai
monetary system — pinigų sistema
monetary units — piniginiai vienetai
money — pinigai
money demand — pinigų paklausa
money demand curve — pinigų paklausos kreivė
money growth rate rule — pinigų kiekio didėjimo taisyklė
money illusion — pinigų iliuzija
money market — pinigų rinka
money-market accounts — pinigų rinkos sąskaitos
money multiplier — pinigų multiplikatorius
moneyness — pinigų tapsmas, virtimas grynaisiais pinigais
money supply — pinigų pasiūla
moral suasion — moralinis spaudimas
mortgages — hipotekinės paskolos
MPC (marginal propensity to consume) — ribinis polinkis vartoti
MPS model — MPS modelis
multinational monetary institutions — tarptautinės pinigų institucijos
multiple deposit creation — kartotinis indėlių kūrimas
Municipal Assistance Corporation (MAC) of New York — Niujorko savitarpio pagalbos korporacija
mutual funds — savitarpio fondai
mutual savings banks — savitarpio taupomieji bankai

NAIRU (nonaccelerating inflation rate of unemployment) — infliacijos nespartinantis nedarbo lygis (procentas)
narrow money — pinigai siaurąja reikšme
national balance sheet — nacionalinis balansas

National Banking System — Nacionalinė bankų sistema
National Credit Union Administration — Nacionalinė kredito sąjungų administracija
national currencies — nacionalinės valiutos
National Currency Act (1863) — Nacionalinės valiutos aktas (1863)
National Monetary Commission — Nacionalinė pinigų komisija
national monetary policy — nacionalinė pinigų politika
national money markets — nacionalinės pinigų rinkos
National Provincial Bank — Nacionalinis provincijos bankas
national treatment principle — nacionalinio statuso principas
National Westminster Bank — Nacionalinis Vestminsterio bankas
near-monies — kvazipinigai
negotiable CDs — perleidžiamieji indėlių sertifikatai
New Classical theory — naujoji klasikinė teorija
New Deal — naujoji namų nuosavybės politika
New York Futures Exchange — Niujorko sandėrių ateičiai birža
New York Stock Exchange — Niujorko fondų birža
nonaccelerating inflation rate of unemployment — infliacijos nespartinantis nedarbo lygis (procentas)
nondepositary institutions — neindėlių įstaigos
NOW accounts — perleidžiamojo pavedimo (PP) sąskaitos

off-balance-sheet financing — nebalansinis finansavimas
offshore banking — užsieninė bankininkystė
offshore U.S. dollar bonds — užsieninės JAV dolerių obligacijos
oil prices — naftos kainos
oil shock of 1973–1974 — 1973–1974 m. naftos šokas
OPEC (Organization of Petroleum Exporting Countries) — Naftą eksportuojančių šalių organizacija
open-market operations — atvirosios rinkos operacijos
open outcry — laisvas šūkaliojimas
optimum currency-area issue — valiutos optimalios teritorijos problema
Organization of Petroleum-Exporting Countries (OPEC) — Naftą eksportuojančių šalių organizacija
output — gamybos apimtis
overdrafts, daylight — perviršis, dienos meto
over-the counter markets — nebiržinė vertybinių popierių rinka
ownership — nuosavybė
Oxford Building Society — Oksfordo statybinė bendruomenė

Pacific Exchange — Ramiojo vandenyno pakrantės birža
partnerships — ūkinės bendrijos, bendrovės
part-time workers — darbininkai, dirbantys ne visą darbo savaitę
passbook accounts — einamosios sąskaitos knygutė
passbook loans — einamosios sąskaitos paskolos
passive borrowing — pasyvus skolinimasis
Patinkin model — Patinkino modelis
payments — mokėjimai, išmokos
Penn Square Bank — „Penn Square“ bankas
penny stock — mažavertė (smulki) akcija
pension funds — pensijų fondai
permanent-income theory — nuolatinių pajamų teorija
Philadelphia Options Exchange — Filadelfijos opcionų birža
Philips curve — Filipso kreivė
pits, trading — ringas, pirkimo ir pardavimo
political factors — politiniai veiksniai
Ponzi finance — poncio finansai
population — gyventojai
populists — populistai
portfolio crowding out — paketinis išstūmimas
portfolio equilibrium — paketo pusiausvyra
portfolios — paketai

post-Keynesian theory — postkeinsistinė teorija
pound, British — svaras, D. Britanijos
pound, Irish — svaras, Airijos
precautionary balances — draudžiamasis likutis
present values — dabartinė vertė
presidential power — prezidento galia
press, financial — spauda, finansinė
price indexes — kainų indeksai
prices — kainos
price-wage-price spiral — kainų–atlyginimų–kainų spiralė
primary markets — pirminės rinkos
prime rate — pirminė palūkanų norma
private money — privatieji pinigai
productivity — našumas, produktyvumas
profits excess — antpelniai
promises — pasižadėjimas (apmokėti)
promissory notes — vekseliai
property insurance — turto draudimas
public-choice theory — visuomenės pasirinkimo teorija
public-interest theory — visuomenės interesų teorija
purchasing-power bonds — perkamąją galią turinčios obligacijos
purchasing-power parity theory — perkamosios galios pariteto teorija
purchasing-power risk — perkamosios galios rizika
put options — pirkimo opcionai

quantity theory — kiekybinė teorija

racial discrimination — rasinė diskriminacija
rate of change — pokyčio procentas
rate of return — pelno norma
rating agencies — reitingo agentūros
rational expectations theory — racionaliojo numatymo teorija
real balance — realusis likutis
real-bills doctrine — realiųjų vekselių koncepcija
real business cycles — realieji ekonomikos ciklai
real estate — nekilnojamasis turtas
recession — nuosmukis
reciprocity principle — abipusiškumo principas
redlining — atsisakymas teikti paskolas (tam tikrų rajonų gyventojams)
Regulation *Q* — taisyklė *Q*
regulatory dialectic — reguliavimo dialektika
repurchase agreements — atpirkimo sutartys
reserve base — rezervų bazė
reserves — rezervai
residential construction — gyvenamųjų namų statyba
residual claimants — paskutiniai pretendentai
retailers — mažmenininkai
retail markets — mažmeninės rinkos
revenue — pajamų obligacijos
revolving credit — atnaujinamasis kreditas
Ricardian equivalence theorem — Rikardo ekvivalentiškumo teorema
risk premiums — priedai už riziką
risk — rizika
„rules of the game" concept — „žaidimo taisyklių" koncepcija

St. Louis equation and model — Sent Luiso lygtis ir modelis
savings — santaupos
savings and loan associations — taupymo ir paskolų asociacijos
savings banks — taupomieji bankai
savings deposits — taupomieji indėliai

savings ratio — taupymo veiksniai
SDRs (Special Drawing Rights) — Specialiosios skolinimosi teisės
Seafirst Bank — Pirmasis jūrų bankas
seasonally adjusted data — duomenys, patikslinti pagal sezonus
secondary markets — antrinės rinkos
Second Bank of the United States — Antrasis bankas (JAV)
securities — vertybiniai popieriai
securitization — apsauga
security dealers — vertybinių popierių dyleriai
selective controls — pasirinktinės priemonės
semi-rules — pusinės taisyklės
sensitivity to default — jautrumas įsipareigojimų nevykdymui
single proprietorships — vieno žmogaus nuosavybė
Small Business Administration — Smulkaus verslo administracija
Smithsonian Agreement — Smitsono susitarimas
social contract — visuomeninė sutartis
Social Security Trust Funds — Socialinio draudimo fondai
soybean markets — sojos pupelių rinka
Special Drawing Rights (SDRs) — Specialiosios skolinimosi teisės
speculation — spekuliacija
spekulative finance — spekuliaciniai finansai
speculators — spekuliantai
spot transactions — nedelsiamieji sandėriai
stabilization policy — stabilizuojamoji politika
Standard and Poor — „Standard and poor" agentūra
standard of value — vertės matas
state and local bonds — valstijų ir vietinės valdžios obligacijos
state bank notes — valstijų leidžiami banknotai
state governments — valstijų vyriausybės
state regulation — valstijų vykdomas reguliavimas
sterling — sterlingas
stockbrokers — akcijų brokeriai
stock companies — akcinės bendrovės
stockholders — akcininkai
stock market — akcijų rinka
stocks — akcijos
strikes — streikai
striking price — streikų kaina
stripping of bonds — obligacijų perkirpimas
Suez crisis — Sueco krizė
Sumitomo Bank — Sumitomo bankas
supply-side shocks — pasiūlos šokai
swap contracts — pasikeitimo sandėriai
syndicates — sindikatai

tariffs — tarifai
tastes — polinkiai
taxes — mokesčiai
tax havens — mokesčių viršutinė riba
telegrams — telegramos
telephones — telefonai
telex machines — elektroniniai ryšiai
third markets — tretinės rinkos
thrift institutions — taupomosios įstaigos
time and equilibrium analysis — laikas ir pusiausvyros tyrimas
titles to ownership — teisės į nuosavybę
trade balance — prekybos balansas
trade financing — prekybos finansavimas
trading rules — prekiavimo taisyklės
transactions accounts — sandėrių sąskaitos
transactions costs — sandėrių išlaidos

transactions velocity — sandėrių apyvartos greitis
transformation risk — transformavimo rizika
transmission process — perdavimo procesas
traveler's checks — kelioniniai čekiai
Treasury bills (T-bills) — iždo vekseliai
Treaty of Rom — Romos sutartis
trust funds — rūpybos skyriaus fondai
Truth in Lending Law — Doro skolinimo įstatymas

uncertainty — netikrumas
unemployment — nedarbas
unemployment compensation — nedarbo pašalpos
unions — profesinės sąjungos
United Nations — Jungtinių tautų organizacija
user cost — naudojimo išlaidos
U.S. National Bank of San Diego — JAV nacionalinis San Diego bankas
usury laws — palūkanų įstatymai

value — vertė
Value Line — „Value line" firma
variance — vidutinis kvadratinis nuokrypis
velocity — apyvartos greitis

wage-price spiral — atlyginimų ir kainų spiralė
wages — atlyginimas (darbo užmokestis)
wants, double coincidence of — norai, abipusis norų sutapimas
war finance — karo finansai
wealth — turtas
wheat markets — kviečių rinka
wholesale markets — didmeninės rinkos
wholesale price indexes — didmeninių kainų indeksai
wildcat banks — bankai slapukai
wire transfers — telegrafo pervedimai
World Bank (International Bank for Reconstruction and Development) — Pasaulio bankas (Tarptautinis rekonstrukcijos ir plėtros bankas)

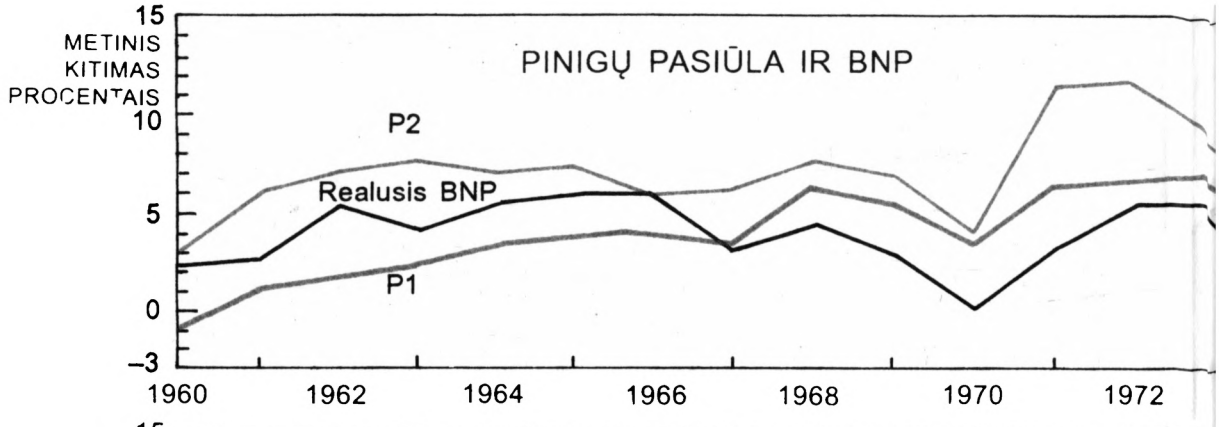
yen, Japanese — jena, Japonijos
yield curves — pelno kreivės

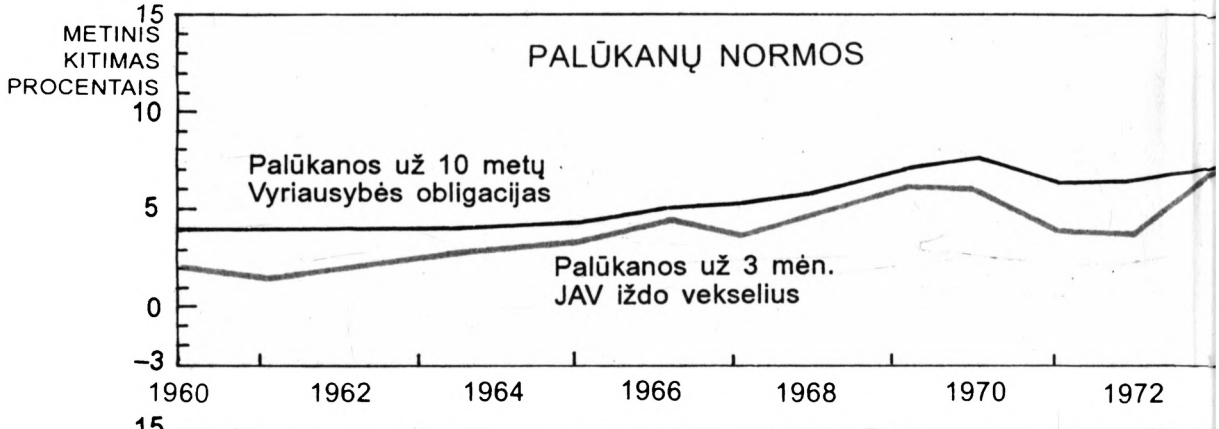
zero-coupon bonds — nulinio kupono obligacijos
zombies — nemokios organizacijos, zombiai

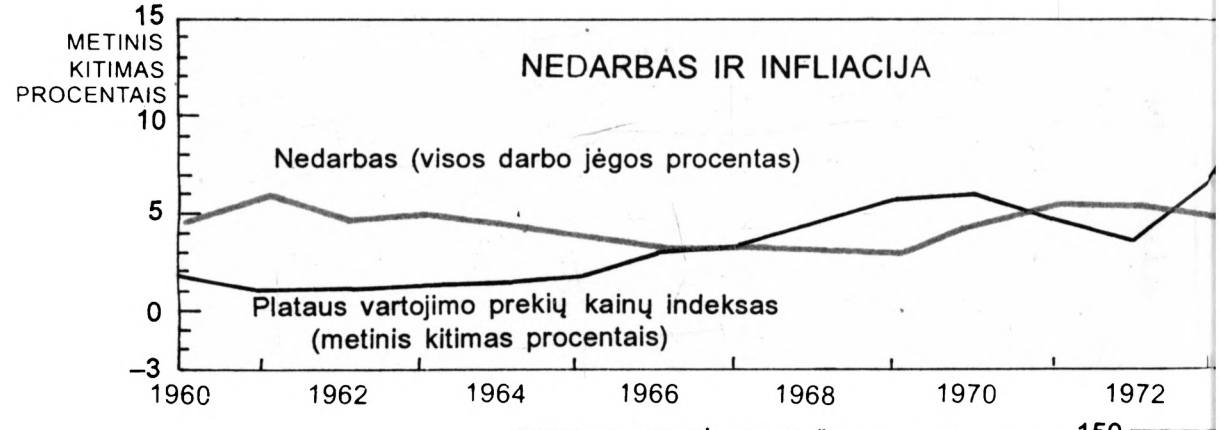
T. Mayer, J. S. Duesenberry, R. Z. Aliber
PINIGAI, BANKAI IR EKONOMIKA

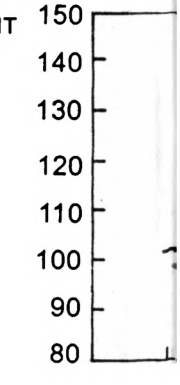
Dailininkė *E. Miškinienė*
Korektorė *V. Žemaitytė*
Techninė redaktorė *B. Tolvaišienė*
Kompiuteriu maketavo *D. Juodakis*

SL 412. 1994.11.30. 54,8 leidyb. apsk. l. Tiražas 4000 egz. Užsakymas 3129.
Leidykla „Alma littera", Šermukšnių 3, 2600 Vilnius
Spaudė „Vilties" spaustuvė, Viršuliškių skg. 80, 2056 Vilnius

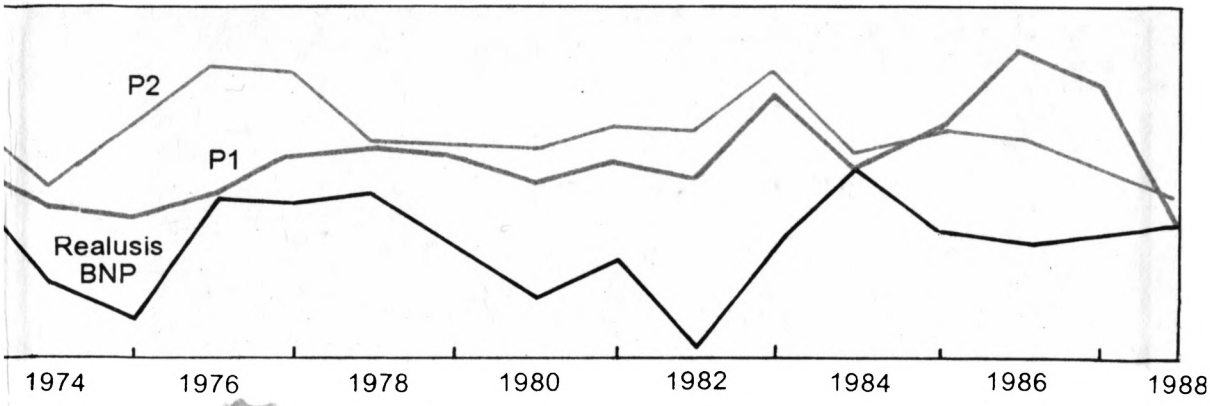


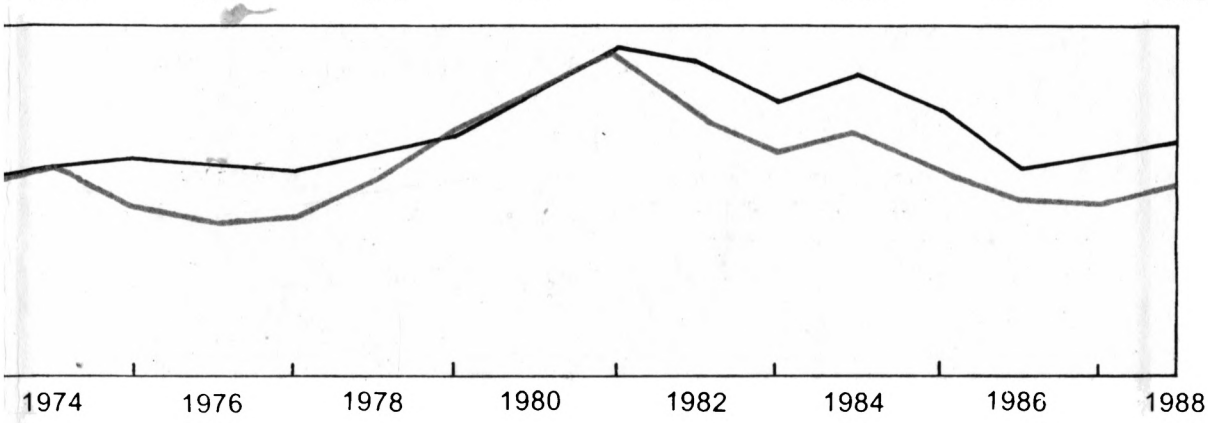


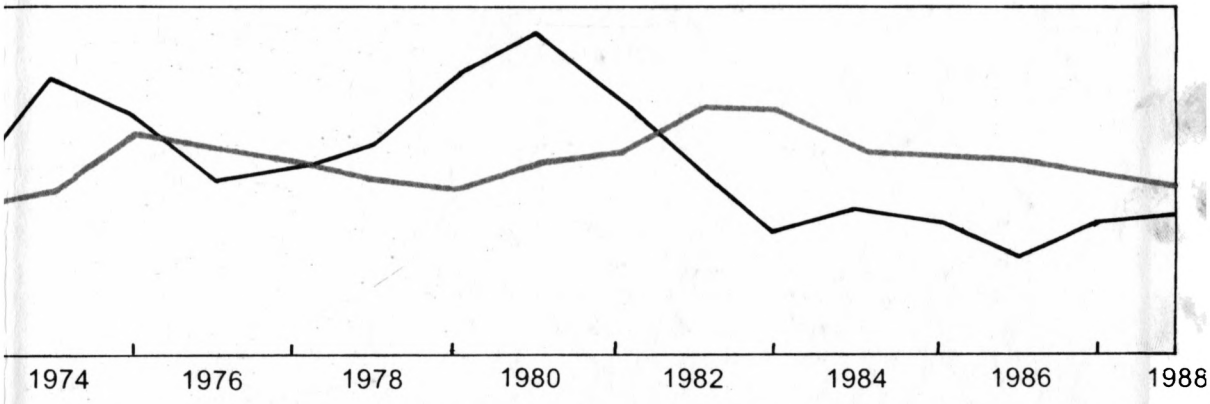


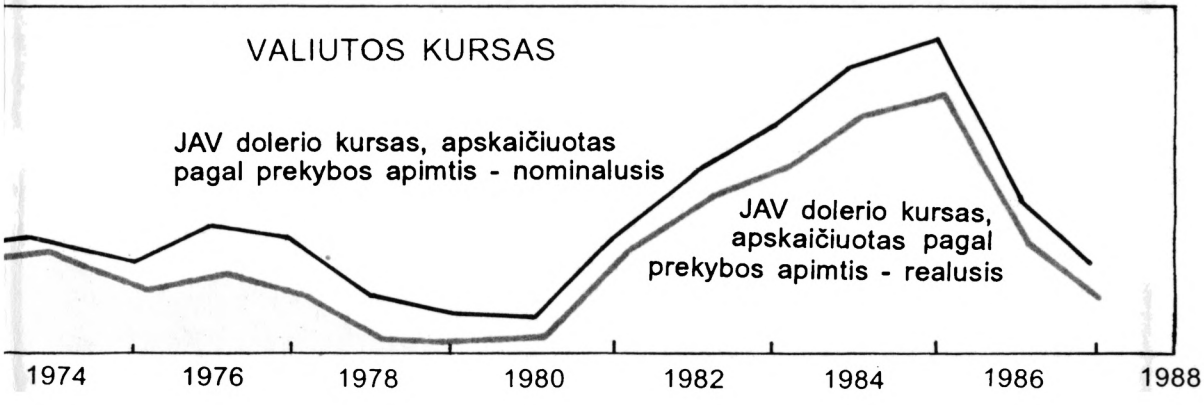


JAV ekonomikos duomenys


P2
P1
Realusis
BNP
1974
1976
1978
1980
1982
1984
1986
1988


1974
1976
1978
1980
1982
1984
1986
1988


1974
1976
1978
1980
1982
1984
1986
1988


VALIUTOS KURSAS
JAV dolerio kursas, apskaičiuotas pagal prekybos apimtis - nominalusis
JAV dolerio kursas, apskaičiuotas pagal prekybos apimtis - realusis
1974
1976
1978
1980
1982
1984
1986
1988

ATVIROS LIETUVOS